

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير
العنوان

دور التنوع في إدارة مخاطر المحفظة الاستثمارية
- دراسة تطبيقية على عينة من المحافظ الاستثمارية بالسوق المالي
السعودي للفترة (2012 - 2021) -

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير
تخصص: إدارة مالية

إعداد الطالبتين:
أحلام بوشطب
لامية بوشلوح

نوقشت علنا أمام اللجنة المكونة من:

رئيسا	جامعة جيجل	أستاذة مساعدة - أ -	أ. لامية بوتسطة
مشرفا ومقررا	جامعة جيجل	أستاذة محاضرة - أ -	د. أمال ينون
مناقشا	جامعة جيجل	أستاذ محاضر - أ -	د. جمال الدين كعواش

السنة الجامعية: 2022/2021

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير
العنوان

دور التنويع في إدارة مخاطر المحفظة الاستثمارية
- دراسة تطبيقية على عينة من المحافظ الاستثمارية بالسوق المالي
السعودي للفترة (2012 - 2021) -

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير
تخصص: إدارة مالية

إعداد الطلبة:

أحلام بو شطب

لامية بو شلوح

نوقشت علنا أمام اللجنة المكونة من:

رئيسا	جامعة جيجل	أستاذة مساعدة-أ-	ب. لامية بوتسطة
مشرفا ومقررا	جامعة جيجل	أستاذة محاضرة-أ-	د. أمال ينون
مناقشا	جامعة جيجل	أستاذ محاضر- أ-	د. جمال الدين كعواش

السنة الجامعية: 2022/2021



شكر و عرفان

الشكر والحمد لله عز وجل أولاً وأخيراً الذي أمدنا بالقوة والصبر والإرادة على إتمام هذا العمل وإتقانه.

كما نتوجه بالشكر الجزيل وعظيم التقدير إلى:

أستاذتنا المشرفة " أمال ينون "، لتفضلها بالإشراف على هذا العمل وتحفيزاتها البناءة وتوجيهاتها

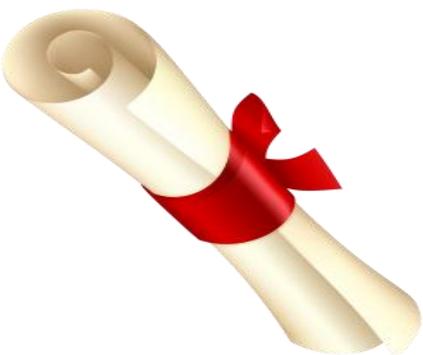
القيمة والتي كانت لها أثر في إنجاز المذكرة .

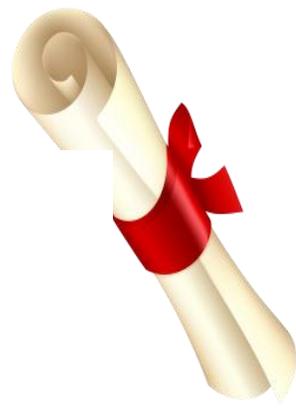
كما نتقدم بالشكر والتقدير إلى الأستاذة " سرحان سامية "، لمساعدتها المستمرة وتذليلها للصعوبات

لإنجاز هذه المذكرة.

كما لا يفوتنا أن نشكر لجنة المناقشة لتقييمها لهذه المذكرة.

والشكر الجزيل لمن قدم لنا يد العون بأسلوب أو بأخر.





إهداء

الحمد لله وكفى والصلاة على المصطفى وأهله ومن وفى أما بعد،

نهدي ثمرة جهدنا إلى:

التي بحنانها ارتويها وبدفئها احتمينا ولحقتها ما وفينا إلى التي ليس كمثليها شيء جنتنا على الأرض " الأم

الغالية " حفظها الله

إلى من شق لنا بحر العلم والتعلم، إلى من احترقت شموعه ليضيء لنا دروب النجاح " الأب الغالي "

أطال الله في عمره

إلى من تسابقوا في تقديم الدعم لنا وشاركونا كل حلو ومر

" إخوتنا الكرام "

إلى الأقارب روحا ودما

إلى من عرفنا بهم القدر وتحلوا بالإخاء، وتميزوا بالوفاء " الأصدقاء "

إلى من علمونا حروفا من ذهب، وكلمات من درر من الابتدائي إلى الجامعي " أساتذتنا الكرام "

إلى كل من ساندنا من قريب أو من بعيد ولو بالدعاء.

إلى أرواح غادرت وتركت فينا حزنا لا يزول رحمهم الله

أحلام

لامية

المخلص

هدفت الدراسة إلى تبين دور التنوع في إدارة مخاطر المحفظة الاستثمارية في السوق المالي السعودي، وذلك من خلال الإجابة على الإشكالية المتمثلة في: "هل يسهم التنوع الاستثماري في إدارة مخاطر المحافظ الاستثمارية في السوق المالي السعودي تطبيقاً على محافظ الجريء، الشجاع، المتوازن والمتحفظ للفترة (2012-2021)؟". ولتحقيق أهداف الدراسة، تم اختيار أربع محافظ لشركة الرياض المالية النشطة في السوق السعودي كعينة للدراسة. ولمعالجة إشكالية البحث واختبار فرضياته، تم الاعتماد على المنهج الإحصائي التحليلي باستخدام الأدوات الإحصائية، كالانحراف المعياري ومعامل بيتا إضافة لأسلوب الانحدار الخطي البسيط لدراسة دور التنوع في تخفيض مخاطر المحافظ محل الدراسة بالتطبيق على برنامج (SPSS). خلصت الدراسة إلى رفض جميع الفرضيات، وبالتالي، التنوع لم يسهم في تخفيض مخاطر محافظ السوق المالي السعودي، وهذا راجع إلى درجة الارتباط القوية التي تتميز بها أصول المحافظ قيد الدراسة. **الكلمات المفتاحية:** التنوع، المحفظة الاستثمارية، العائد، المخاطر، السوق المالي السعودي، الانحدار الخطي البسيط.

Summary

The Study aimed to clarify the role of diversification in the management of the investment portfolio risk in the Saudi financial market, by answering the problem of: "Does the diversification contributed in the risk management of investment portfolio in Saudi financial market applied on Al jarei, Al Shuja'a, Al mutawazen and Al mutahafedh portfolio from 2012 to 2021?". to achieve the objectives of study, it selected four portfolio from financial company Riyadh in Saudi market as a sample of Saudi.

To address the problematic search and testing of its hypothetical transparent approaches, using the statistical tools as the standard deviation and beta platform as well as the simple linear structure method to study the role of diversification in the reduction of the governance of the conservation of the study on the program (SPSS).

The study concluded to reject all the hypothesis, and therefore diversifying did not contribute to the risk of the financial governor of the Saudi market, and this is the strong correlation of the conservative assets.

Keywords: diversification, investment portfolio, return, risk, Saudi financial market, simple linear regression.

رقم الصفحة	المحتويات
	شكر وعرهان
	إهداء
	ملخص
	فهرس المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
	قائمة الملاحق
	قائمة المختصرات
أ - ت	مقدمة عامة
	الفصل الأول: الإطار النظري للدراسة
06	تمهيد
07	1.1. الأديبيات النظرية
07	1.1.1. دلالة التنوع الاستثماري
07	1.1.1.1. مفهوم التنوع الاستثماري
08	2.1.1.1. أشكال التنوع
11	3.1.1.1. إستراتيجيات التنوع
11	4.1.1.1. عوامل نجاح سياسة التنوع
12	2.1.1. التأصيل النظري للمحفظة الاستثمارية
12	1.2.1.1. مفهوم المحفظة الاستثمارية
14	2.2.1.1. أنواع المحافظ الاستثمارية
16	3.2.1.1. أساسيات تكوين المحفظة الاستثمارية
18	3.1.1. إدارة مخاطر المحفظة الاستثمارية عن طريق التنوع
18	1.3.1.1. عائد المحفظة الاستثمارية
21	2.3.1.1. مخاطر المحفظة الاستثمارية

26	3.3.1.1. المحفظة المثلى
29	2.1. الأدبيات التطبيقية
29	1.2.1. الدراسات السابقة ذات العلاقة بالتنوع
30	2.2.1. الدراسات ذات الصلة بإدارة المخاطر
31	3.2.1. الدراسات ذات الصلة بالتنوع وإدارة المخاطر
33	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: دراسة تطبيقية على عينة من المحافظ الاستثمارية بالسوق المالي السعودي للفترة (2012-2021)
35	تمهيد
36	1.2. تصميم الدراسة التطبيقية
36	1.1.2. متغيرات الدراسة
36	1.1.1.2: المتغير التابع
36	2.1.1.2. المتغير المستقل
37	2.1.2. الطريقة المعتمدة في إجراء الدراسة
37	1.2.1.2. مجتمع وعينة الدراسة
37	2.2.1.2. طريقة جمع وتلخيص المعطيات
38	3.1.2. الأدوات
38	1.3.1.2. الأدوات الإحصائية
38	2.3.1.2. المؤشرات المالية
38	3.3.1.2. البرامج الإحصائية
39	4.1.2. نظرة عامة حول السوق المالي السعودي
39	1.4.1.2. تقديم السوق المالي السعودي
44	2.4.1.2. تقديم المحافظ محل الدراسة

48	2.2. دور التنوع في إدارة مخاطر المحفظة الاستثمارية بالتطبيق على المحافظ قيد الدراسة
49	2.1.2.2. تحليل وتفسير نتائج العوائد والمخاطر للمحافظ قيد الدراسة
50	2.2.2. اختبار فرضيات الدراسة
57	3.2.2. تحليل ومناقشة نتائج الدراسة
57	1.3.2.2. عرض نتائج الدراسة
58	2.3.2.2: مناقشة وتفسير نتائج الدراسة
60	خلاصة الفصل
63	الخاتمة
67	قائمة المراجع
73	الملاحق
	الملخص

قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجداول	رقم الجدول
45	حدود الاستثمار في محافظة الجريء	(1.2)
45	حدود الاستثمار في محافظة الشجاع	(2.2)
46	حدود الاستثمار في محافظة المتوازن	(3.2)
46	حدود الاستثمار في محافظة المتحفظ	(4.2)
47	أهداف المحافظ قيد الدراسة	(5.2)
47	مجالات استثمار المحافظ قيد الدراسة	(6.2)
48	عوائد ومخاطر المحافظ قيد الدراسة	(7.2)
51	مؤشر التنويع ومؤشر إدارة مخاطر محافظة الجريء	(8.2)
52	نتائج الانحدار الخطي البسيط لدور التنويع في إدارة المخاطر الكلية لمحافظة الجريء	(9.2)
52	نتائج الانحدار الخطي البسيط لدور التنويع في إدارة المخاطر النظامية لمحافظة الجريء	(10.2)
53	مؤشر التنويع ومؤشر إدارة مخاطر محافظة الشجاع	(11.2)
53	نتائج الانحدار الخطي البسيط لدور التنويع في إدارة المخاطر الكلية لمحافظة الشجاع	(12.2)
53	نتائج الانحدار الخطي البسيط لدور التنويع في إدارة المخاطرة النظامية لمحافظة الجريء	(13.2)
54	مؤشر التنويع ومؤشر إدارة مخاطر محافظة المتوازن	(14.2)
54	نتائج الانحدار الخطي البسيط لدور التنويع في إدارة المخاطر الكلية لمحافظة المتوازن	(15.2)
55	نتائج الانحدار الخطي البسيط لدور التنويع في إدارة المخاطر النظامية لمحافظة المتوازن	(16.2)
56	مؤشر التنويع ومؤشر إدارة مخاطر محافظة المتحفظ	(17.2)
56	نتائج الانحدار الخطي البسيط لدور التنويع في إدارة المخاطر الكلية لمحافظة المتحفظ	(18.2)
56	نتائج الانحدار الخطي البسيط لدور التنويع في إدارة المخاطر النظامية لمحافظة المتحفظ	(19.2)

قائمة الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
10	أشكال التنوع	(1.1)
13	مكونات المحفظة الاستثمارية	(2.1)
28	منحنى المحافظ المثلى	(3.1)
29	منحنى تحديد نقطة المحفظة المثلى	(4.1)
50	نموذج متغيرات الدراسة	(2.1)
48	الأطراف الخاضعة لإشراف الهيئة	(1.2)

قائمة الملاحق

رقم الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
79	العوائد السنوية لمحفظه الجريء	(1.2)
80	العوائد السنوية لمحفظه الشجاع	(2.2)
81	العوائد السنوية لمحفظه المتوازن	(3.2)
82	العوائد السنوية لمحفظه المتحفظ	(4.2)
83	العوائد السنوية لمحفظه السوق	(5.2)
84	نتائج التحليل الإحصائي لمحفظه الجريء	(6.2)
85	نتائج التحليل الإحصائي لمحفظه الشجاع	(7.2)
86	نتائج التحليل الإحصائي لمحفظه المتوازن	(8.2)
87	نتائج التحليل الإحصائي لمحفظه المتحفظ	(9.2)

قائمة الاختصارات والرموز

الاختصار	الدلالة
Spss	Statistique Package for social sciences
ESTS	Electronic securities In Formation system
OMX	offset Market Exchange
NASDQ	National association of Securities Dealers Automated Quotations system

مقدمة عامة

إن التغيرات التي طرأت على الاقتصاديات المعاصرة أدت إلى وجود استثمارات كبيرة الحجم تتطلب أموال ضخمة وطاقات كبيرة، كما عرفت تنوعاً من حيث المتعاملين الاقتصاديين سواء كانوا مؤسسات أو أفراد الذين يتميزون بامتلاكهم فوائض مالية وفرص استثمارية، ولعل أهم تلك الفرص هو الاستثمار في المحافظ. شكلت المحفظة الاستثمارية أداة رئيسية في عمل العديد من المنظمات خاصة مع تطور الأسواق المالية التي أوجدت منتجات متنوعة من حيث الطبيعة والمصدر وحظيت باهتمام العديد من الباحثين في حقل الإدارة المالية ويعود الفضل في بناء نظريتها إلى هاري ماركويتز عام 1952.

كما اعتبر تنوع المحفظة الاستثمارية أسلوباً استراتيجياً في امتصاص مختلف أنواع المخاطر التي تواجه المحافظ الاستثمارية، وهذا ما أدى إلى بروز فكرة مفادها أن التنوع الاستثماري يمكن أن يكون له دور في إدارة مخاطر المحافظ الاستثمارية أو بعبارة أخرى تقليل المخاطر التي تواجه المنظمات في تشكيلها للمحافظ وبذلك شغل حيزاً كبيراً داخل المنشآت وأثبت أهميته في تخفيض المخاطر، فمن خلال التنوع الجيد فإن التعرض للخطر قد ينخفض دون أن يتأثر العائد المتوقع. وهذا من خلال مراعاة درجة الارتباط بين العوائد وبالتالي بناء محفظة ذات كفاءة تحقق أقصى عائد ممكن بأقل درجة مخاطرة.

أولاً: إشكالية الدراسة

يعتبر السوق المال السعودي من ضمن الأسواق المالية الرائدة في منطقة الشرق الأوسط، والذي خلق لنفسه مكانة بين الأسواق الناشئة وشهد تطورات ملحوظة. وهذا راجع إلى ما حققه من إنجازات كبيرة في مجال الاستثمار بالأسهم، ما جعله يستقطب الشركات والأفراد للاستثمار فيه.

وبناء على ما سبق يمكننا صياغة السؤال الرئيسي التالية:

هل يسهم التنوع الاستثماري في إدارة مخاطر المحافظ الاستثمارية في السوق المالي السعودي تطبيقاً على محافظ الجريء، الشجاع، المتوازن والمتحفظ للفترة (2012-2021)؟

ثانياً: فرضيات الدراسة

- توجد علاقة ارتباطية ذات دلالة إحصائية بين التنوع وإدارة المخاطر لمحفظة الجريء عند مستوى دلالة 0,05.
- توجد علاقة ارتباطية ذات دلالة إحصائية بين للتنوع وإدارة المخاطر لمحفظة الشجاع عند مستوى دلالة 0,05.
- توجد علاقة ارتباطية ذات دلالة إحصائية بين التنوع وإدارة المخاطر لمحفظة المتوازن عند مستوى دلالة 0,05.
- توجد علاقة ارتباطية ذات دلالة إحصائية بين التنوع وإدارة المخاطر لمحفظة المتحفظ عند مستوى دلالة 0,05.

ثالثاً: دوافع اختيار الموضوع

من بين دوافع اختيار موضوع الدراسة نذكر:

- الاهتمام الكبير والمتزايد من قبل الباحثين بهذا الموضوع؛
- ملائمة الموضوع لتخصص الإدارة المالية؛

- التعرف على أهم المحافظ الاستثمارية في السوق السعودي وكيفية عملها والوقوف على منهجها في إدارة المخاطر؛
- قيمة الموضوع وأهميته والرغبة في اكتساب معلومات أكبر حوله.

رابعاً: أهداف الدراسة

- تسعى الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:
- قياس عائد المحافظ الاستثمارية محل الدراسة؛
- قياس مخاطر المحافظ الاستثمارية محل الدراسة؛
- معرفة كيفية مساهمة التنوع في إدارة مخاطر المحافظ محل الدراسة.

خامساً: أهمية الدراسة

تستمد الدراسة أهميتها من أهمية العملية الاستثمارية في السوق المالي وذلك من خلال تناولها لقطاع مهم من مكونات الاقتصاد العربي وهو السوق المالي السعودي، الذي يعد حلقة وصل بالاقتصاد الوطني ويقوم بتمويل القطاعات الاقتصادية السعودية كافة مما يساهم في تنمية الوطن ككل. وتبرز الدراسة أهمية إستراتيجية التنوع في إدارة مخاطر المحافظ الاستثمارية بالنسبة للمحافظ النشطة في السوق السعودي.

سادساً: حدود الدراسة

الإطار المكاني، تم التطبيق في السوق المالي السعودي باعتباره سوق نشط، وتم تناول أربع محافظ تنشط فيه، والمتمثلة: في كل من الجريء، الشجاع، المتوازن والمتحفظ. الإطار الزمني، يمتد من عام 2012 إلى عام 2021، وهي فترة كافية لاختبار فرضيات الدراسة المقترحة، والإجابة على التساؤلات المطروحة.

سابعاً: منهج الدراسة

قصد الإلمام بجوانب موضوع الدراسة والتمكن منه وتحقيق الأهداف والإجابة عن الأسئلة المذكورة سابقاً، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي الذي يمكن من توضيح الجانب النظري للموضوع، والإحاطة بالمفاهيم المالية لشركة الرياض المالية ليتم استخدام البيانات المتعلقة بمخاطر المحافظ الاستثمارية في برنامج التحليل الإحصائي (Spss) لمعالجة البيانات والإجابة عن أسئلة الدراسة واختبار فرضياتها.

ثامناً: هيكل الدراسة

للإحاطة بجميع جوانب الدراسة وتبعاً لإشكالية الدراسة والتساؤلات الفرعية المرتبطة بها وانطلاقاً ممن الفرضيات المقترحة للوصول إلى الأهداف المرجوة منها. بتقسيم الدراسة إلى فصلين:

1) الفصل الأول، المعنون بـ: "الإطار النظري للدراسة"، يتضمن الأدبيات النظرية للدراسة أين تم التطرق فيه إلى دلالة التنوع الاستثماري إضافة إلى تناول التأصيل النظري للمحفظة الاستثمارية، ثم التعرّيج على دور التنوع في إدارة مخاطر المحفظة الاستثمارية وصولاً إلى التطرق فيه إلى الدراسات السابقة ذات العلاقة بموضوع الدراسة.

2) الفصل الثاني، المعنون بـ: "دراسة تطبيقية على عينة من المحافظ الاستثمارية بالسوق المالي السعودي للفترة (2012-2021)". تضمن تقديم السوق المالي السعودي، واستعراض بعض المحافظ النشطة فيه، إضافة إلى دراسة دور التنويع على إدارة مخاطر المحافظ محل الدراسة.

الفصل الأول

الإطار النظري للدراسة

تمهيد

إن اختيار وسيلة الاستثمار الناجحة يعد الهدف الأساسي لكل مستثمر، وتعتبر المحفظة الاستثمارية سياسة استثمارية فعالة، إذ تقوم على فكرة المزج بين البدائل الاستثمارية الأكثر ربحية. ويحدث هذا في ظل التنوع الاستثماري الذي يهدف لتوفير الحماية ضد المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون، وذلك من خلال التنوع في الاستثمارات بين الاستثمارات القصيرة و الطويلة الأجل. ويرتكز التنوع على ضرورة انتقاء الأوراق المالية التي تحقق عائدا أعلى، وضرورة تقليل معاملات الارتباط بين هذه الأوراق وهذا ما يسهم في تقليل المخاطر الكلية.

ونظرا لأهمية التنوع في المحافظ الاستثمارية كتقنية لإدارة الخطر سيخصص هذا الفصل للدراسة الوصفية لدور التنوع في المحفظة الاستثمارية، انطلاقا من:

- الأدبيات النظرية
- الدراسات السابقة ذات العلاقة بالموضوع

1.1. الأديبات النظرية

1.1.1 دلالة التنوع الاستثماري

يعتبر تنوع المحفظة الاستثمارية القائم على أسس علمية صحيحة، من أهم الاستراتيجيات والوسائل الفعالة في تدنية المخاطر، حيث أن تعدد وتنوع الأدوات الاستثمارية المشكّلة للمحفظة يمكن أن يمكن من تخفيض المخاطر ليس بصورة نهائية ولكن إلى الحد الذي يرغب به (الأدنى)

1.1.1.1 مفهوم التنوع الاستثماري

أولاً: نشأة التنوع الاستثماري

يرجع الفضل في تثبيت أركان استراتيجية التنوع للمحفظة الاستثمارية إلى ماركويتز عام 1952¹ قبل فترة طويلة من ظهور المقال الذي نشره ماركويتز عام 1952، حول اختيار المحفظة المالية، انتشرت ممارسة التنوع، وما يثبت ذلك التقارير السنوية لشركات الاستثمار سنة 1942 والتي أظهرت حيازة هذه الشركات لعدد كبير من الأوراق المالية، بالرغم من أنها لم تكن أول من قام بتوفير التنوع لعملائها، كانت بداية هذه الشركات في ممارسة التنوع مع صناديق الاستثمار لاسكتلندا وانجلترا وذلك في منتصف القرن التاسع عشر. ولعل ما كان ينقص قبل 1952 هو النظرية المناسبة للاستثمار والتي تقدم تحليلاً مناسباً للعلاقة بين العائد والمخاطرة في المحفظة، وتساعد على توضيح آثار التنوع على عائد المحفظة وذلك عندما تكون المخاطرة مرتبطة مع بعضها البعض.

ثم برزت فكرة تنوع الاستثمار واستحدثت بها نظرية سلوك المستثمر على يد ماركويتز عام 1952، حيث بين وأثبت رياضياً أنه يجمع بين أكثر من سهم في محفظة مالية وبالتالي العائد الكلي لأسهم المحفظة ومخاطر ها معبر عنها بالانحراف المعياري أفضل من كل سهم على حدى .

ثانياً: تعريف التنوع

يعرف التنوع بأنه:

- (1) " الاستثمار في أكثر من أصل سواء كان سلعيًا أو ماليًا، بهدف التقليل من المخاطر عند مستوى معين من العائد ".²
- (2) " طريقة تعمل على تقليل المخاطر عن طريق الاستثمار في أصول متعددة ".³
- (3) " عملية دمج الأصول في محفظة واحدة بهدف تقبل المخاطرة الكلية دون التضحية بالعائد ".⁴

¹ أمينة بديار، فعالية التنوع الاقتصادي والاستثماري في إدارة مخاطر السوق المالية، دراسة مقارنة بين بورصتي المغرب والجزائر، أطروحة دكتوراة (غير منشورة)، جامعة عبد الحميد ابن باديس - مستغانم - الجزائر، 2019، ص35.

² أمي خطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، منشورات هيئة الأوراق المالية والسلع، أدار 2007، ص06.

³ Zvi Bodie, Robert Merton, **Finance, 3ème Édition Distribution nouveau Horizons**, paris, 2011, P301.

⁴ نعيمة حيدر الفريجي، أثر التنوع الدولي في عائد ومخاطر المحفظة الدولية، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد السادس عشر، الجامعة المستنصرية، 2008، بغداد، ص77.

بناء على التعاريف السابقة، يمكن صياغة التعريف التالي: "التنوع هو استثمار الأموال في مجموعة من الأصول، من أجل تحقيق العائد المطلوب مع تخفيض المخاطر".

2.1.1.1 أشكال التنوع

يعتبر التنوع الميزة الرئيسية لتكوين المحافظ الاستثمارية، حيث يمكن التنوع المستثمر من اختيار تشكيلة الأوراق المالية، بهدف تخفيض المخاطر، واختيار الأسلوب المناسب للتنوع أمر ضروري للمستثمر.

أولاً: تنوع جهة الإصدار

يقوم على تنوع الأدوات من جهات وقطاعات مختلفة وليس من قطاع واحد، ويندرج تحت هذا التنوع أسلوبان:

1) التنوع البسيط (السادج): يقوم على الاختيار العشوائي للأوراق المالية استناداً إلى أنه كلما زاد تنوع الاستثمارات التي تضمها المحفظة، كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائلها، بمعنى شراء عدد من الأوراق المالية دون الأخذ بعين الاعتبار حجم المنشأة والعوائد المتوقعة وغير ذلك، أي الشراء والتبديل دون دراسة.¹

تجدر الإشارة إلى أن المستثمر يكون سادجا عندما يستثمر بكميات متساوية من الأموال في عدد من الأوراق المالية المختلفة ذات المخاطر المتساوية.²

2) تنوع ماركويتز (التنوع الكفاء): في هذا الأسلوب يتم الاختيار الدقيق للاستثمارات، مع مراعاة معامل الارتباط بين عوائدها، على عكس أسلوب التنوع السادج، ويقاس هذا المعامل نسبة التغير بين عوائد أصليين أو أكثر كما يهتم هذا الأسلوب باختيار الأدوات الاستثمارية بناء على معامل بيتا، لكل أداة ووزنها النسبي، وهكذا أصبح بالإمكان التخلص من المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية.³

وتتراوح قيمة معامل الارتباط بين (-1) و (+1) وفق الآتي:

- **حالة ارتباط موجب تام:** يكون معامل الارتباط (+1)، وأي زيادة في عائد أصل ما تؤدي إلى نفس الزيادة بنفس الاتجاه في عائد الأصل الآخر، وهذا يعني أن المخاطر عالية والتنوع لا يعمل على تخفيضها؛
- **حالة ارتباط سالب تام:** يكون معامل الارتباط (-1)، وأي زيادة في عائد أصل ما تؤدي إلى انخفاض العائد في الأصل الآخر بنفس المقدار، والتنوع هنا بإمكانه تخفيض المخاطر؛
- **حالة عدم الارتباط:** يكون معامل الارتباط صفر ولا يوجد أي ارتباط بين عوائد الأصول، وتكون المحفظة في حالة أفضل من حالة الارتباط الموجب ولكنها في حالة أسوأ من حالة الارتباط السالب. ولكن كون معامل الارتباط بين

¹ ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر، الأردن، 2011، ص 146.

² Meir Stat man, I Low many stocks make a Diversified Portfolio, in journal of financial and quantitative analysis, Vol 22, no 03, 1987.p.353.

³ داليا عنان حلمي عبد العزيز، التنوع وأثره على أداء المحافظ الاستثمارية في فلسطين، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة النجاح الوطنية، فلسطين، 2018، ص 58-59.

العوائد سالبة أو معدوم لا يعد كافيا لتقليل المخاطر إلى أدنى حد. لأنه يجب الأخذ بعين الاعتبار أوزان الاستثمارات الموجودة في المحفظة، حيث أن هذه الأوزان قد تقلل من الآثار الإيجابية للتنوع القائم على معامل الارتباط.

ثانيا: تنوع تواريخ الاستحقاق

تشير العلاقة بين أسعار الفائدة في السوق وبين القيمة السوقية للأوراق المالية إلى أن تقلب أسعار الفائدة يترتب عليه تقلبات أكبر من قيمة السندات طويلة الأجل، لذا فصاحب المحفظة تواجهه مشكلة توزيع مكونات المحفظة بين هذين النوعين من السندات.¹

ويندرج تحت هذا التنوع ثلاث أساليب نذكرها وفق الآتي:

(1) الأسلوب الهجومي: يقوم هذا الأسلوب على تحول المستثمر من الأوراق المالية قصيرة الأجل إلى الأوراق المالية طويلة الأجل والعكس وفقا للاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة، فإذا أشارت التوقعات إلى ارتفاع أسعار الفائدة يسارع المستثمر لبيع الأوراق طويلة الأجل، واستخدام حصيلتها لشراء أوراق قصيرة الأجل قبل ارتفاع أسعار الفائدة، أما إذا توقع انخفاض في سعر الفائدة فإن عليه أن يقوم ببيع الأوراق المالية قصيرة الأجل لاستبدالها بالأوراق المالية طويلة الأجل.²

(2) تدرج تواريخ الاستحقاق : في هذه الاستراتيجية يتم توزيع الاستثمارات داخل المحفظة بالتساوي على أوراق مالية بتواريخ استحقاق متتالية، فمثلا إذا كانت قيمة الاستثمار في المحفظة 20 مليون دينار يمكن استثمار مليوني دينار في سندات تستحق خلال 8 سنوات، ومليونين دينار في سندات تستحق خلال سنتين وهكذا حتى 10 سنوات. وحسب هذه الإستراتيجية فإنه بعد عام يحصل المستثمر على سندات تستحق خلال سنة واحدة، ويقوم باستثمارها من جديد في سندات تستحق خلال عشر سنوات وهكذا. تتمثل مزايا هذا الأسلوب في تحقيق أهداف المحفظة التي تتمثل في السيولة، الربحية وتجنب انخفاض القيمة السوقية للاستثمارات.³

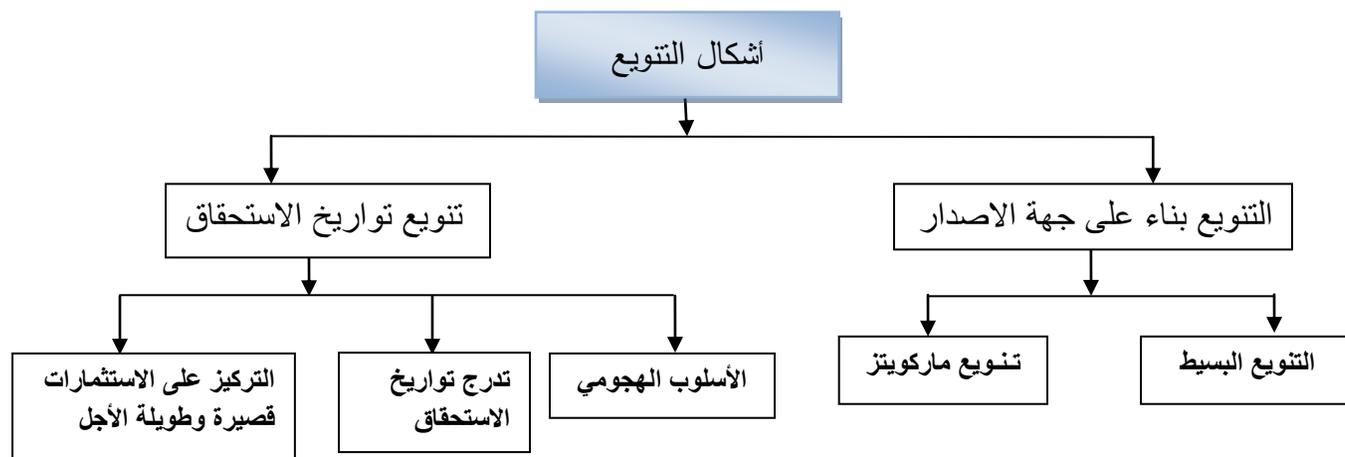
(3) توزيع الاستثمارات بين الأوراق المالية قصيرة الأجل وطويلة الأجل: يعتمد هذا الأسلوب على توزيع الاستثمارات على الأوراق المالية قصيرة الأجل والأوراق المالية طويلة الأجل، ويعود السبب في ذلك إلى أن الأوراق المالية قصيرة الأجل توفر السيولة للمستثمر في حين أن الأوراق المالية طويلة الأجل تحقق استقرار العائد، وفرصة تحقيق أرباح رأسمالية إذا انخفض سعر الفائدة. أما الأوراق المالية متوسطة الأجل، فهي لا تحقق أيا من هدي السيولة أو الربحية لذلك فإنه يجب تجنب الاستثمار في هذا النوع من الأوراق.

¹ عادل سلمان، دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة محمد خيضر - بسكرة - الجزائر، 2014، ص124.

² حمزة بالي، مصعب بالي، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، مجلة رؤى الاقتصادية، العدد الثالث، جامعة الوادي، الجزائر، 2012، ص61.

³ نعمان محصول، تسيير محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة جيجل، الجزائر، 2002، ص125.

الشكل رقم (1.1): أشكال التنويع



المصدر : إعداد الطالبتين اعتمادا على المعلومات السابقة.

3.1.1.1. إستراتيجيات التنويع

هناك العديد من الاستراتيجيات يستخدمها المستثمرين في تنويع المحفظة الاستثمارية بغية الحصول على عوائد مرتفعة مقابل مستوى معين من المخاط، ومن أبرز هذه الاستراتيجيات ما يلي:

أولاً: الإستراتيجية السلبية (الساكنة)

تتضمن استراتيجية شراء الأصل وحيازته، ويشترط اعتماد هذه الاستراتيجية توفر شرطي الكفاءة وتجانس التوقعات وذلك باعتبار أنه في ظل كفاءة السوق تكون الأصول مسعرة بصورة صحيحة، وتعكس القيمة الحقيقية للأصل المالي. أما في حالة تجانس توقعات المستثمرين بشأن العوائد على الأصول والمخاطر المرتبطة بها، فإنه سيكون مقتنعا بحيازة بعض التوليفات من الأصول الخالية من المخاطر.¹ ومن أبرز أساليب هذه الاستراتيجيات نجد:

(1) إستراتيجية الشراء والاحتفاظ: هي صورة من صور الاستراتيجيات التي تؤمن بكفاءة السوق، وتقتضي أنه بمجرد توفر الأموال يجب على المستثمر الإسراع في الشراء دون انتظار، طالما أن أسعار الأسهم في السوق تعكس القيمة الحقيقية لها. كما يمكنه بيعها إذا أراد الحصول على الأموال.

ولا تعني الاستراتيجية الساكنة وقوف المستثمر مكتوف اليدين، بل عليه أن يختار التشكيلة التي تتكون منها المحفظة بما يحقق أهدافه. وعلى المستثمر في ظل هذه الاستراتيجية أن يجري تغييرا في مكونات المحفظة، تبعا لدرجة المخاطر التي يستطيع تحملها.²

¹ ربيعة عبو، هدى عبو، سياسات واستراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على محافظ بنك الرياض بالسعودية، العدد الرابع، جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف - الجزائر، 2017، ص122.

² منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص421.

(2) إستراتيجية صناديق المؤشرات: تقضي هذه الاستراتيجية، قيام المستثمر ببناء محفظة مماثلة لأحد مؤشرات السوق مثل مؤشر ستاندر أند بور أو مؤشر دو جون. وبنفس نسبة الأسهم لكل منشأة داخل المؤشر. وبهذا سوف يضمن المستثمر حصوله على عائد يماثل متوسط عائد الأسهم المتداولة في السوق، دون أن ينطوي ذلك على تحمله مخاطر أكبر، وذلك طالما أن حركة المؤشر تعكس حركات أسعار الأسهم المتداولة في السوق.¹

ثانياً: الإستراتيجية الإيجابية النشطة

تقوم هذه الإستراتيجية على فروض معاكسة تماماً للفروض التي قامت عليها الإستراتيجية السابقة، حيث أنها لا تعترف بأن القيمة السوقية للأصل المالي تعكس قيمته الحقيقية وبالتالي، عدم توفر شروط الكفاءة، وهذا ما يجعل إمكانية تحقيق أرباح غير عادية بالنسبة للبعض منهم، ومن أهم أساليبها نجد:²

(1) إستراتيجية اختيار الأوراق المالية: تقتضي هذه الاستراتيجية القيام بالتحليل الأساسي والفني وكذا سبل تقييم الأوراق المالية بهدف تحديد القيمة الحقيقية لها ومقارنتها بقيمتها السوقية، ثم اتخاذ قرار ضمها للمحفظة أو استبعادها منها. فالتحليل الأساسي يتطلب معلومات عن الحالة الاقتصادية العامة، وظروف كل صناعة والوقوف على أفضل الشركات التي تنتمي للصناعة، فضلاً عن التحليل الفني الذي يقوم على دراسة الاتجاه التاريخي لحركة السهم وحجم التعاملات عليه بهدف اكتشاف نمط حركة أسعار بعض الأسهم والتي على ضوءها يمكن اتخاذ قرار إضافة أو استبعاد بعض الأوراق المالية.

(2) إستراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة: تقوم على إعادة توزيع نسب الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم شركات قطاع معين لحساب أو على حساب أسهم شركات تنتمي إلى قطاعات أخرى.

(3) إستراتيجية توقيت السوق: تقتضي بأنه يمكن للمستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية أو يقلل المخاطرة إذا أدرك وقت دخوله للسوق ووقت خروجه موجهاً حصيلة بيع الأسهم إلى أصول مالية قصيرة الأجل، كالودائع المصرفية وأذن الخزينة. وعندما تتحسن الظروف يقوم بتسييل تلك الاستثمارات لإعادة استخدامها في شراء الأسهم.

4.1.1.1. عوامل نجاح سياسة التنويع

إن حرية مدير المحفظة في انتهاج سياسة التنويع ليست مطلقة نظراً للعقبات التي تواجهه في هذا المجال، لذلك يتوجب عليه أن يكون حذراً في انتهاج هذه السياسة. ومن أجل نجاح سياسة التنويع لا بد من مراعاة ثلاث اعتبارات هامة، وهي:

أولاً: تنوع المخاطر الاستثمارية:

حيث تصنف المخاطر إلى:

(1) مخاطر سوقية: وهي مرتبطة بظروف السوق، وتتميز بالانتظام، ويمكن توقعها وبالتالي تجنبها.

¹ نفس المرجع، ص 421.

² ربيعة عبو، هدى عبو، مرجع سبق ذكره، ص 122.

(2) مخاطر غير سوقية: أسبابها خارجة عن ظروف السوق المالي ويصعب التنبؤ بها، كما أنها غير منتظمة، وسياسة التنويع قد تتجح في تخفيض هذه المخاطر لكن لا تتجح في تخفيض المخاطر السوقية .

ثانيا: عدد أصول المحفظة

كلما زاد عدد أصول المحفظة كلما تزايدت مزايا سياسة التنويع، في تخفيض المخاطر، وهذا طبقا لقانون العينات العشوائية الذي يشير إلى التناصب العكسي بين عدد عناصر المحفظة واحتمال تركيز الخسارة في عنصر معين.¹

ثالثا: معامل الارتباط بين أصول المحفظة

يعتبر هذا العامل من أكثر العوامل حسما في نجاح أو فشل تنويع أصول المحفظة، إذ تتوقف نجاح سياسة التنويع على نوع الارتباط القائم بين عوائد أصول المحفظة ومخاطر ها من جهة، وقوة أو ضعف معامل الارتباط بينها من جهة أخرى.²

2.1.1. التأسيس النظري للمحفظة الاستثمارية

يلعب الاستثمار دورا مهما في النشاط الاقتصادي وتنوع أساليبه وتعدد وفقا لميول المستثمر، وتعد المحفظة الاستثمارية من بين أهم أساليبه و أدواته وأضحيت من أكثر الركائز اعتمادا لدى منظمات الأعمال وتشكل المحفظة الاستثمارية من جملة من الأصول التي يتم اختيارها بدقة وعناية وهي بدورها تتيح للمستثمر الحصول على عائد والتقليل من مستوى المخاطرة التي يتعرض لها.

1.2.1.1 مفهوم المحفظة الاستثمارية

أولا: تعريف المحفظة الاستثمارية

هناك عدة تعاريف للمحفظة الاستثمارية، كل تعريف انطلق من زاوية معينة، ويمكن حصر بعضها أدناه:

(1) " أداة استثمارية تتكون من تشكيلة مختلفة من الأصول الحقيقية والمالية وتهدف إلى تخفيض المخاطرة وتعظيم العائد".³

(2) " مجموعة من الأصول قد تكون حقيقية كالعقارات أو مالية كالأسهم والسندات أو مزيج من النوعين".⁴

(3) "مجموعة أصول تشكل في حدود احترام أهداف المستثمر والقيود من حيث المخاطر وتوزيع الأصول، للوصول إلى أهداف العائد المحددة".⁵

¹ أحمد محمد دريد، الاستثمار قراءة في المفاهيم والأنماط والمحددات، الطبعة الأولى، دار أمجد للنشر والتوزيع، الأردن، 2016، ص 128.

² زياد رمضان، مبادئ الاستثمار (الحقيقي والمالي)، دار وائل للنشر، الأردن، 1998، ص 363.

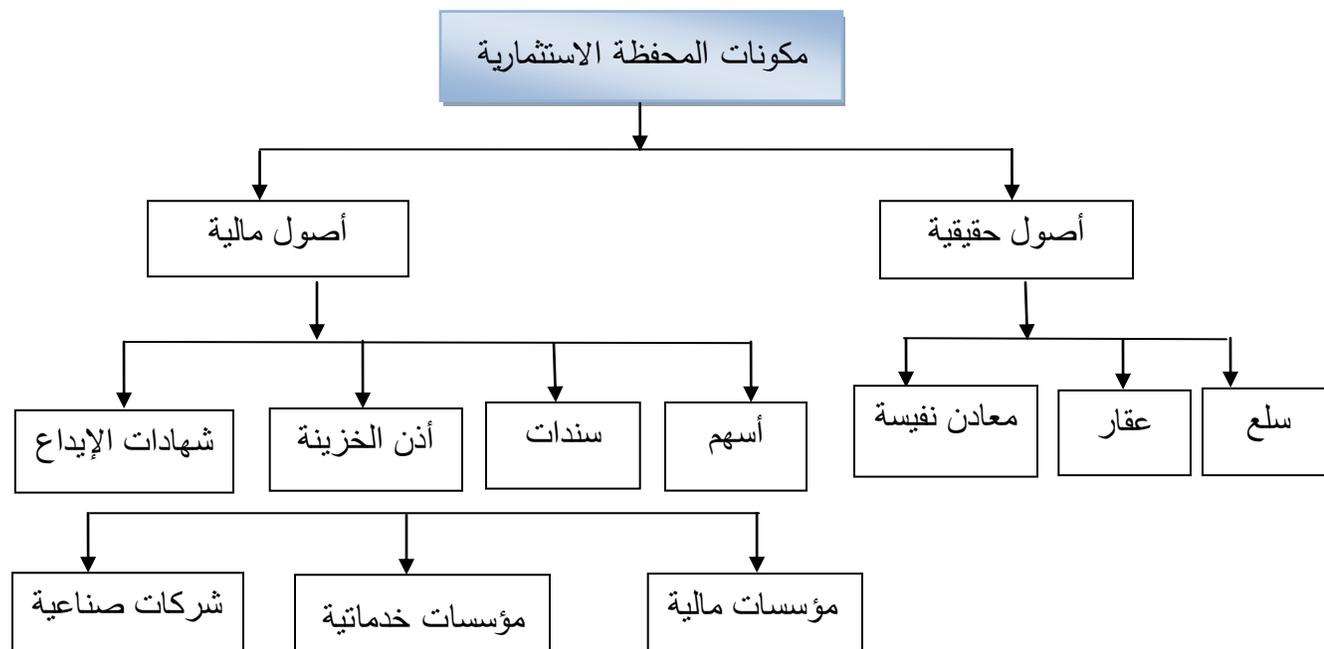
³ سهيل مقابلة، كيف تستثمر في سوق الأسهم (حالة سلطنة عمان)، الطبعة الأولى، إعدادات دائرة المكتبة الوطنية بيانات الفهرسة والتصنيف الدولية، الأردن، 2012، ص 137.

⁴ Jules Sadefo Kamdem, *Méthodes analytiques Pour le Risque des Portefeuilles Financiers*, Thèse de doctorat Mathématiques, L'université de Reims champagne Ardenne, 2004, P 54.

⁵ Noel Amenc, Veronique le sourd, *Portfolio theory and performance analysis*, wiley finance séries, En gland, 2003, p06.

استنادا للتعريف السابقة، يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية على أنها تشكيلة من الأصول المالية والحقيقية المتنوعة والمختلفة الهدف من تكوينها هو تحقيق الأرباح وتقليل المخاطر.

الشكل رقم (2.1): نموذج المحفظة الاستثمارية



المصدر: ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، أحمد زكريا صيام، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة والنشر، 1999، الأردن، ص 267.

ثانيا: أهمية المحافظ الاستثمارية

يمكن حصر أهمية المحافظ الاستثمارية في النقاط التالية:¹

- تدفق رأس المال إلى مختلف المؤسسات الاستثمارية والصناعية، وجميع هذه التدفقات الكبيرة في رأس المال توجه إلى الاستثمار في الأسهم والسندات؛
- توسع المؤسسات الاستثمارية وبيوت الخبرة في تقديم خدمات ونصائح إلى المستثمرين وخصوصا الاستثمار في الأسهم والسندات وحديثا زاد الاستثمار في العقارات؛
- توجه اهتمام المستثمرين نحو تحقيق الربح السريع مما يتطلب إيجاد أسلوب عملي جيد لتحقيق أهدافهم؛

¹ المومني غازي فلاح، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، الأردن، 2008، ص ص 19-20.

• قدرتها على تقليل مخاطر الاستثمار التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر عند التركيز على أداة استثمارية واحدة، وذلك عن طريق التنوع مع ضمان حد مقبول من الدخل وتحقيق العوائد الإيجابية بالإضافة إلى زيادة القيمة السوقية لرأس المال؛

2.2.1.1. أنواع المحافظ الاستثمارية

تصنف المحافظ الاستثمارية تبعاً لعدة معايير، يمكن توضيحها في:

أولاً: حسب معيار الأهداف التي ترمي إليها

(1) **محفظة العائد:** تتشكل هذه المحفظة من الفوائد التي تدفع للسندات، أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو العادية، وعلى هذا فإن وظيفة محافظ العائد هي تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي الثابت والمستقر للمستثمر وتخفيض المخاطر قدر الإمكان.¹

(2) **محفظة النمو:** وهي عبارة عن المحفظة التي تستثمر في أسهم المنشآت التي تنمو أرباحها وتزداد سنة بعد سنة. إن اختيار الأسهم النامية عملية صعبة ومعقدة ودقيقة، ويجب أن تعتمد على دراسات دقيقة تستند إلى قياس الأرباح وقياس المخاطرة ومقارنتها مع أسهم أخرى بعد الأخذ بعين الاعتبار أن كل شركة تمر في مراحل نمو حتى تصل إلى مرحلة معينة، ثم تبدأ في مرحلة السكون أو الثبات حيث تكون المبيعات والإيرادات غير مستقرة، ثم مرحلة النمو السريع في حجم المبيعات من شهر لآخر أو سنة لأخرى، ثم مرحلة النضوج، أو استقرار زيادة حجم المبيعات ثم مرحلة التراجع، حيث تكون الزيادة في المبيعات بنسبة بسيطة جداً أو بحيث تكون أقل من نسبة التضخم.²

(3) **المحفظة المختلطة:** وهي تلك المحفظة التي تقوم بمزج أوراقها ما بين الأوراق المالية التي لا تحمل مخاطرة مع الأوراق المالية التي تحمل مخاطرة عالية. فهي محفظة وسط بين محفظة النمو ومحفظة الدخل، وتتكون عادة من أسهم عادية وممتازة وسندات، حيث يأمل المستثمر الحصول على أرباح رأسمالية. إضافة إلى توزيعات نقدية من الأسهم ومن فوائد السندات وعند النظر إلى أنواع هذه المحافظ واختلافها باختلاف هدف المستثمر، نجد أن هذا الاختلاف يؤثر في اختيار مكونات المحفظة من الأوراق المالية: فمن كان هدفه الدخل الثابت. وإن كان قليلاً مع عدم تحمل المخاطرة فإن السندات هي أفضل مكونات هذه المحفظة. ومن كان هدفه الأرباح العالية والنمو السريع مع تحمل درجة كبيرة من المخاطرة، فإن الأسهم والعملات أفضل مكونات هذه المحفظة.³

ثانياً: تبعاً لمعيار مكونات المحفظة الاستثمارية

ضمن هذا المعيار يتم التمييز بين:

¹ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 205.

² موسى نوري شقيري، محمود إبراهيم، وآخرون، إدارة المخاطر، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص 23.

³ أحمد معجب العتيبي، المحفظة المالية الاستثمارية أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص ص 102-103.

1) المحفظة المتخصصة: تعود ملكيتها لمستثمر واحد ويتم تشكيلها بناء على رغبته وأهدافه، حيث يحدد المستثمر الأدوات الاستثمارية التي يرغب أن تتضمنها المحفظة ونسب توزيعها وأسلوب إدارتها.¹

تجدر الإشارة إلى أن هذه المحافظ تقتصر على الأسهم فقط أو السندات، وتعمل في نطاق جغرافي محدد.²

2) المحفظة المتوازنة: تهدف إلى تحقيق التوازن العام للاستثمارات الخاصة في مكوناتها، وهو ما يمكن إنجازه خلال ربط التوازن القصير الأجل. (في مجال الأدوات التي تتصف بالتحول السريع)، السيولة طويلة الأجل (في مجال البحث عن التدفقات للعوائد) وهذا ما يتطلب توافقاً دقيقاً بين العائد والمخاطرة، وبما يتجاوز حالات الإفراط في التحول أو المخاطرة.

3) المحفظة المتنوعة: تعمل إدارة المحفظة المتنوعة بشكل عام على تنويع محتويات المحفظة الخاصة بها لتشمل غالبية الأدوات الاستثمارية التي من المتوقع أن تعطي عوائد إيجابية، وذلك في تشكيلات تتسم بالتوازن، حيث يمكن خلال العمليات الجارية أن تعوض الخسائر المتأتية من بعض الأدوات بالأرباح التي تحقق من استثمار أدوات أخرى فيكون التوازن مستمر. وتهدف المحفظة المتنوعة إلى تحقيق عائد فوق المتوسط السائد في السوق المالية، ولكن دون تجاوز المتوسط العام للمخاطرة السائدة في هذه السوق.³

تجدر الإشارة إلى أن الأهداف التي يسعى إليها المستثمر من تكوينه للمحفظة تتمثل ما يلي:⁴

- تحقيق أقصى عائد مع ضمان السيولة للمستثمر؛
- تجنب أكبر قدر من المخاطر؛
- ضمان سلامة الاستثمارات؛
- رفع إمكانية استرداد الأصل المستثمر مع تقليل خسائر المخاطرة؛
- حماية الأموال النقدية من هبوط قيمتها الشرائية نتيجة التضخم؛
- تنمية المحفظة، أي تضخيم قيمتها الرأسمالية.

¹ بشار الشعراي، التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالية)، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة دمشق، سوريا، 2015، ص36.

² عمر عبو، ربيعة عبو، نبيل بوفليح، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية- دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي-، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد الأول، جامعة المسيلة، الجزائر، 2017، ص101.

³ معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص ص 228- 209.

⁴ محمد الصيرفي، البورصات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006، ص209.

3.2.1.1. أساسيات تكوين المحفظة

أولاً: مراحل بناء المحفظة الاستثمارية

تشمل هذه المراحل:

(1) التخطيط: يشمل التخطيط تحضير قائمة أسهم الشركات التي تلائم المستثمر وحاجاته، فإذا كان المستثمر يرغب بنمو رأسماله الآن على أن يحقق المكاسب في وقت لاحق، فإن هذه القائمة يجب أن تعكس هذه الرغبة أولاً فقد يجد المستثمر نفسه يملك أسهما لا تتناسب مع حاجاته وأهدافه، لذلك فإن التخطيط يقلل كثيراً من احتمالات المخاطرة.

(2) دراسة السوق والاتجاهات المستقبلية: في الخطوة التالية من عمليات إدارة المحفظة الاستثمارية على المستثمر أن يدرس الظروف المالية والاقتصادية الحالية، وتوقع الاتجاهات المستقبلية ومن خلال احتياجات المستثمر، كما هي محددة في بيان السياسة الاستثمارية، وتوقعات السوق، يتم تحديد استراتيجية الاستثمار، وحيث أن الاقتصاد ديناميكي يتأثر بالظروف الصناعية والسياسية المختلفة والتغير في الظروف الاجتماعية والديمقراطية، فإن المحفظة تتطلب متابعة مستمرة وتحديث يعكس التغيرات في توقعات السوق المالي، وهو ما يعرف بعمليات التقييم والتنبؤ في الاتجاهات الاقتصادية.¹

(3) تكوين المحفظة: بالاعتماد على الخطة الاستثمارية الموضوعية وعلى تنبؤات السوق المالي يتم تطبيق استراتيجية الاستثمار، وتحديد كيف يتم تخصيص الأموال المتوفرة بين الأصول والأوراق المالية المختلفة، التي تقلل من المخاطر وتحقق احتياجات وأهداف المستثمر.²

(4) المتابعة وتقييم الأداء: إدارة المحفظة الاستثمارية تتطلب ضرورة المتابعة والمراقبة المستمرة لأوضاع السوق والتغيرات والتقلبات التي تطرأ على أسعار الأوراق المالية وأدوات الاستثمار. فبعض المستثمرين يقومون بشراء الأوراق والاحتفاظ بها بصورة مطلقة دون محاولة إعادة النظر فيها بصورة دورية ومثل هذه السياسة تعتبر سياسة سلبية، والسياسة الإيجابية في إدارة المحفظة تتطلب إعادة النظر في أدوات الاستثمار من وقت لآخر حسب ما تفرضه أوضاع السوق.³

ثانياً: قيود بناء المحافظ الاستثمارية

يقوم المستثمر عند تكوينه للمحفظة بتحديد القيود والضوابط التي يخضع لها عند التكوين والتي تتمثل فيما يلي.⁴

¹ محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص 300.

² عبد الرؤوف رابعة، بناء المحافظ الاستثمارية وإدارة الاستثمار في الأسهم بين العوائد والمخاطر، هيئة المالية، 2009، ص 05.

³ طاهر حيدر حدران، أساسيات الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 83.

⁴ حسام بن فريجة، بناء وتسيير المحافظ الاستثمارية في إطار فرضيات الكفاءة الغير كاملة لأسواق رأس المال، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة جيلالي اليابس - سيدي بلعباس - الجزائر، 2021، ص 61.

1) قيود زمنية: يقصد بالقيود الزمنية المدى الزمني (قصير أو متوسط أو طويل) الذي يرغب صاحب المحفظة الاستثمارية الاستمرار فيه مستثمرا لأمواله، حيث كلما زادت مدة الاستثمار، كلما اتسع مدى الحركة أمام مدير المحفظة، وكلما كان قادرا أيضا على القيام بعمليات التنويع والتوزيع للأوراق المالية التي ستحتويها بشكل سليم أو أكثر فعالية.

2) قيود رأسمالية: وهي تتصل بكمية الأموال المتاحة لمدير المحفظة والتي يتم من خلالها شراء وحياسة الأوراق المالية وتكوين التوليفة أو المزيج المناسب من الأوراق المالية، وكلما كانت الأموال والموارد المالية المتاحة لمدير المحفظة كثيرة كلما كانت قدرته على الشراء أو تمويل شراء مزيج مناسب من الأوراق المالية أكبر و أكثر توافقا. هذا فضلا عن وفرة الأموال تمكن مدير المحفظة من اقتناص الفرص السانحة وانتهازها للحصول على أوراق يعينها بسعر معين وعدم الاضطرار إلى بيع أوراق لديه في وقت غير مناسب تحت ضغط الحاجة إلى المال لدواعي توفير سيولة معينة لصاحب المحفظة.

3) قيود الحاجة إلى تسيير المحفظة: حيث كثيرا ما يقع على صاحب المحفظة أن يضع قيودا على مدير المحفظة، في شكل إمكانية تسييل المحفظة بالكامل، أو جانب منها وبشكل مفاجئ، أو الأجل القصير لاعتبارات معينة، مما يجعل مدير المحفظة يختار أنواعا معينة من الأوراق المالية التي تحقق له الهدف، أي يقوم باختبار الأوراق سريعة التداول والتي عليها طلب كبير في البورصة ويوجد متعاملين راغبين في الحصول عليها والمضاربة على أسعارها، و بالتالي عندما يقرر بيع أي جزء منها يتمكن بسهولة من ذلك.

4) قيود ضريبية إلزامية: كثيرا ما تعرض قوانين أو تشريعات مزايا وإعفاءات ضريبية معينة لأوراق مالية معينة، أو الشركات بذاتها، أو مناطق جغرافية محددة، أو لأنشطة ذات طابع خاص، وقد تكون هذه الإعفاءات لفترات زمنية منصوص عليها أو نظير تحقيق شرط من الشروط. ومن ثم يكون مدير الاستثمار في البورصة على علم ومعرفة بهذا كله، و ما هو المطلوب مراعاته عند تكوين محفظة الأوراق المالية من هذه الأوراق، بل الأهم هو: متى سيزول هذا الإعفاء أو ستتحصر هذه المزايا؟ حيث قد تتأثر القدرة الإردية وربحية المشروعات باختفاء الدعم أو المزايا التي تقدمها الدولة من خلال قوانين وتشريعات تشجع الاستثمار، وبالتالي تهتز قيمة السهم ومدى جاذبيتها في البورصة تبعا لذلك. في حالة الاستثمار المحلي المباشر في المحفظة، فإن أحد الأسئلة الرئيسية في المجال الضريبي هو ما إذا كان يتم منح بعض أشكال تخفيف الازدواج الضريبي للمساهمين.

5) ضوابط وقيود المخاطر: تتنوع وتختلف درجة تحمل وتقبل الخطر من فرد إلى آخر، ومن مستثمر إلى آخر، ومن ثم فإن استعداد الفرد المستثمر للحصول على عائد مرتفع يعني في اللحظة ذاتها استعداده لتحمل مخاطر مرتفعة مقابل الحصول على هذا العائد، ومن ثم يقوم مدير الاستثمارات باختيار الأوراق المالية التي يتناسب درجة الخطر في الاستثمار فيها مع استعداد المستثمر وقدرته على قبول وتحمل المخاطر.

ثالثاً: سياسات المحفظة الاستثمارية

يراعي المستثمر عند بناء المحفظة الاستثمارية السياسة التي يروم إتباعها، وفي هذا الإطار توجد سياسات لإدارة المحفظة الاستثمارية نذكرها وفق الآتي:

- 1) **السياسة الهجومية:** يتبنى هذه السياسة مدراء المحافظ المضاربون الذين يفضلون عنصر العائد المتوقع على عنصر الأمان، فيركزون في مضاربتهم على جني الأرباح الناجمة عن التقلبات التي تحدث في أسعار مكونات المحفظة. والنموذج الشائع للمحفظة الاستثمارية المثلى الملائمة لهذه السياسة هو ما يعرف بمحفظة رأس المال.¹
- 2) **السياسة الدفاعية:** هدف مدير المحفظة هو التركيز على الأمان والحد من المخاطر قدر الإمكان، وأنسب الأدوات المالية لهذه السياسة هي الأدوات ذات الدخل الثابت (مثل الأسهم الممتازة والسندات). ويطلق على هكذا محافظ تسمية محافظ الدخل، لأنها تؤمن ثبات واستمرارية الحصول على الدخل، كما أنها توفر عنصر الأمان لرأس المال المستثمر.²
- 3) **السياسة المتوازنة:** يتبنى هذه السياسة غالبية المستثمرين بحيث يتم مراعاة تحقيق توازن نسبي في المحفظة يؤمن عوائد معقولة عند مستويات معقولة من المخاطرة، لذلك يوزع رأس المال المستثمر على أدوات استثمار متنوعة تتيح للمستثمر تحقيق دخل ثابت في حدود معقولة دون أن تحرمه فرصة تحقيق أرباح رأسمالية في حالة توفرها، تكون القاعدة الأساسية لهذا النوع من المحافظ تشكيلة متوازنة من أدوات الاستثمار، أدوات استثمار قصيرة الأجل عالية السيولة مثل أدوات الخزينة مضافا إليها أدوات استثمار طويلة الأجل مثل العقارات والأسهم العادية، الأسهم الممتازة أو سندات طويلة الأجل.³

3.1.1. إدارة مخاطر المحفظة الاستثمارية عن طريق التنويع

يرتكز الاستثمار في المحفظة على عنصرين هما العائد والمخاطرة، وتعتبر المخاطرة شيئاً غير مرغوب حدوثه من قبل المستثمر لذلك يسعى جاهداً لتحوط منه، وذلك عن طريق التنويع في مكونات محفظته فالمستثمر الرشيد يسعى دائماً إلى تعظيم العائد وتدنية المخاطرة.

1.3.1.1. عائد المحفظة الاستثمارية

أولاً: تعريف عائد المحفظة الاستثمارية

من بين التعاريف التي أسندت لعائد المحفظة:

(1) "العائد هو النتيجة المالية التي يتحصل عليها المستثمر."⁴

¹ ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، أحمد زكريا صيام، مرجع سبق ذكره، ص 277.

² أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2004، ص 196

³ سعيدة نلي، التنبؤ بالمردودية لتسيير المحفظة المالية دراسة قياسية لأسهم المسعرة في بورصة تونس، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة - الجزائر، 2009، ص 17.

⁴ Abu-Bakr Ali khedr bkhith, Emad aldeen Essa Eshag, **the impact of Financial Diversification on securities Return and Liquidity**, An Applied study bin Khartoum stock exchange-Sudan, 2019, P187.

(2) " الزيادة الحقيقية في أصل ما، خلال فترة زمنية محدود، تنسب هذه الزيادة إلى قيمة هذه الأصول في بداية الفترة ممثلة في صورة نسبية سنوية." ¹

(3) " الثروة المتحققة عند مستوى معين من الخطر ولفترة زمنية محددة نتيجة لكفاءة الاستخدام." ²

من خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف عائد المحفظة على أنه: الدخل المحصل عليه من مجموع الاستثمارات في الأصول المختلفة.

ثانياً: أنواع العائد

يمكن التمييز بين الأنواع التالية:

(1) العائد الفعلي (العائد المحقق): هو عبارة عن المكاسب الكلية التي يتحصل عليها المستثمر خلال فترة معينة من

الزمن وتتمثل عوائد الاستثمار بقيمة التدفقات النقدية المتأتية خلال فترة اقتتائه. ³

(2) العائد المتوقع (العائد الاحتمالي): يعرف على أنه احتمال تحقق العائد، ويقصد به فرصة تحقق هذا المعدل. وفي

عالم السوق المالية المعاصرة لا يستطيع المستثمرون معرفة معدل العائد الذي سيذره الاستثمار في ورقة معينة. ومع

ذلك فإنه لا يستطيع صياغة توزيع احتمالي لمعدلات العائد المحتملة، أي يستطيع تقدير عدد الاحتمالات الممكنة ووزن

كل احتمال، وبالتالي تقدير قيمة العائد المتوقع في ظلها، والتي تتجاوز القيمة الكلية الاحتمالية للواحد الصحيح. ⁴

(3) العائد المطلوب: يتكون معدل العائد المطلوب من شقين هما: معدل العائد الخالي من الخطر + علاوة المخاطر. ⁵

وضمن هذا المنحى، نعرف المفاهيم أدناه:

• **معدل العائد الخالي من الخطر:** يمثل تعويضاً للمستثمر عن عنصر الزمن، ويمثل حافزاً له لتوجيه موارده المالية

للاستثمار بدلاً من استخدامها في الاستهلاك الحالي. ويتكون هذا المعدل من جزأين: يتمثل الجزء الأول في معدل

الفائدة الحقيقي، الذي يتحدد بالتوازن بين عرض النقود والطلب عليها، أما الثاني فهو بمثابة علاوة لمواجهة مخاطر

التضخم، وهي مخاطر ترتبط بعنصر الزمن وليس الاستثمار وتعكس التوقعات التضخمية للأفراد. و يقاس هذا العائد

بالعائد المتولد على استثمار لا يتعرض للمخاطر كأذن الخزينة أو السندات الخزانية.

¹ عبد القادر متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، 2010، ص

² مهدي عبد الرحمان سلمان، تحليل ومناقشة العائد والمخاطرة في ظل قرار التوليفة المثلى للمنتجات، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الثامن والأربعون، العراق، 2016، ص344.

³ سليمة حشايشي، نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه (غير منشورة) جامعة فرحات عباس - سطيف 1-، الجزائر، 2018، ص07.

⁴ محمود سحنون، إدارة محفظة الأوراق المالية وتقييم الأداء بالاعتماد على العائد والمخاطرة، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الواحد والثلاثون، المجلد ب، جامعة منتوري - قسنطينة -، الجزائر، 2009، ص122.

⁵ عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006، ص104.

• علاوة المخاطر: تعكس هذه العلاوة المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، وتتمثل في التقليل أو التغيير الكلي في العائد على الاستثمار في السهم، وتقاس إما بالتباين أو الانحراف لذلك العائد.

ثالثاً: قياس عائد المحفظة الاستثمارية

(1) قياس العائد الفعلي للمحفظة: يمكن حساب معدل العائد على الأموال المستثمرة في محفظة مكونة من (n) من الاستثمارات وفق المعادلة التالية:¹

$$R_p = \sum_{i=1}^k R_k P_k$$

حيث:

R_p: العائد على الأموال المستثمرة في المحفظة.

P_k: وزن الاستثمار داخل المحفظة (وزن كل مكون في المحفظة، حيث: مجموع الأوزان يساوي الواحد).

R_k: معدل العائد الفعلي (على الاستثمار الفردي) لكل مكون من مكونات المحفظة.

N: عدد الاستثمارات المكونة للمحفظة.

(2) قياس العائد المتوقع: يجب التمييز بين العائد المتوقع لكل أصل والعائد المتوقع للمحفظة ككل حيث عائد

المحفظة هو المتوسط المرجح بالأوزان النسبية لعوائد الأصول المالية المكونة للمحفظة. وبحسب كالاتي:

(1) يعطى العائد المتوقع للمحفظة ككل بالعلاقة التالية:²

$$E(R) = \sum_{i=0}^n P_i R_i$$

حيث:

ER: العائد المتوقع؛

R_i: العائد المحتمل؛

P_i: معدل العائد المحتمل.

¹ نعمان محصول، مرجع سبق ذكره، ص 115.

² عبد القادر بوشامي، محمد البشير بن أعمار، دراسة الخطر والعائد في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى باستخدام أسلوب البرمجة التريعية- دراسة حالة الشركات الناشئة في القطاع البنكي السوق المالي السعودي-، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 15، العدد الثاني، جامعة الشهيد حمه لخضر-الوادي-، الجزائر، 2021، ص 359.

- (2) كما يعطى العائد المتوقع لأصول المحفظة وفق حالتين:¹
- حالة محفظة مكونة من أصلين في هذه الحالة يعطى العائد بالصيغة التالية:

$$R_p = R_1 W_1 + R_2 (1 - W_1)$$

حيث:

R_p : عائد المحفظة؛

R_1 : العائد المتوقع للأصل الأول؛

R_2 : العائد المتوقع للأصل الثاني؛

W_1 : نسبة الثروة المستثمرة في الأصل الأول؛

$(1 - W_1)$: نسبة الثروة المستثمرة في الأصل الثاني.

- حالة محفظة مكونة من n أصل مالي تصبح المعادلة كالتالي:

$$R_p = \sum_{i=1}^n W_i R_i$$

حيث:

R_p : عائد المحفظة K ؛

R_i : العائد المتوقع للأصل i ؛

W_i : نسبة الثروة المستثمرة في الأصل i .

2.3.1.1 مخاطر المحفظة الاستثمارية

أولاً: تعريف مخاطر المحفظة

تعرف مخاطر المحفظة الاستثمارية بأنها:

- (1) "احتمال تباين العوائد المتحققة عن العوائد المتوقعة سواء كان هذا التباين بالزيادة أو النقصان".²
- (2) "الخطر هو الحدث الطبيعي العشوائي المتوقع أن يكون له أثر مالي على الأداء المالي".³

¹ ربيعة عيو، أثر خطر الصرف على خصائص المحفظة الاستثمارية، بناء محفظة أسهم دولية في سوق السعودية باستخدام البرمجة التريبيعية. مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 08، العدد الأول، منشورات مخبر الأنظمة المالية والمصرفية، جامعة حسيبة بن بوعلي-الشلف، الجزائر، 2022، ص 145.

² طلال كداوي، تقييم القرارات الاستثمارية، دون طبعة، دار اليازوري، الأردن، 2008 ص 212.

³ Adrien Bénarde Et Anne-Lise Fontane, **La Gestion Des Risques Dans L'entreprise: Management de l'incertitude**, Eyrolles, paris , France, 1994, p49

(3) "مجموعة الأحداث المتتابعة والمتزامنة، والذي يكون حدوثها غير مؤكد وعند تحققها تؤدي إلى تأثير على أحداث المنشأة".¹

ثانياً: أنواع المخاطر

ترتبط المخاطر بعدم اليقين المحيط بنتائج الأحداث المستقبلية، وتقسم بشكل عام إلى نوعين:

(1) المخاطر المنتظمة: هي المخاطر التي تتأثر بها التدفقات النقدية لأدوات الاستثمار، وتتسم بمظاهر عامة لا يمكن تجنبها، وترتبط هذه الظاهرة بالظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والمؤسسية للاقتصاد ككل أي أنها تؤثر على السوق بأكمله. وتشمل جميع الاستثمارات والأدوات المتداولة فيه دون استثناء أي قطاع أو صناعة. وتتعكس هذه المخاطر على جميع الأدوات الاستثمارية المتداولة في السوق بصورة عامة وتختلف درجة تأثر هذه الأدوات بالمخاطر بنسب ودرجات مختلفة حسب طبيعة الصناعة أو الخدمة أو القطاع الذي ينتمي إليه المشروع ، ودرجة حساسية الاستثمارات للتغيرات المذكورة التي تظهر بصورة تقلبات سعرية.²

(2) المخاطر غير منتظمة: هي المخاطر الخاصة التي تتعلق بمنشأة معينة أو قطاع معين، تسمى أيضا المخاطر الغير سوقية، أو المخاطر الفريدة. ويمكن تخفيض أو تجنب تلك المخاطر بالاعتماد على استراتيجية التنوع. يشار إلى أنه في مقدمة المنشآت التي تتسم بانخفاض نسبة المخاطر المنتظمة، وارتفاع نسبة المخاطر غير المنتظمة، يكون الارتباط ضعيف بين كل من المبيعات والأرباح وأسعار الأسهم وبين المستوى العام للنشاط الاقتصادي.³

ثالثاً: مصادر مخاطر المحفظة الاستثمارية

تنقسم هذه المصادر تبعاً لنوع المخاطر إلى قسمين:

(1) مصادر المخاطر المنتظمة: من أهم مصادر هذه المخاطر ما يلي:

• **مخاطر أسعار الفائدة:** وهي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث اختلاف بين معدلات العائد المتوقعة ومعدلات العائد الفعلية. بسبب حدوث تغير في معدلات الفائدة السوقية خلال مدة الاستثمار، وتتأثر أسعار الأوراق المالية وخصوصاً السندات بتقلب معدلات الفائدة السوقية.⁴

أما بالنسبة للأسهم العادية فإن معدل الفائدة سيؤثر ولكن بدرجة أقل من السندات وذلك لأنه عند ارتفاع أسعار الفائدة بالسوق فإن المستثمر بالأسهم سيقوم بالمفاضلة بين الدخل الناتج عن السهم والدخل الناتج عن السندات.⁵

¹Bernard Barthélemy, Jean-Paul Louisot, Jacques quibel, **Gestion des risques-Méthode D'optimisation Globale**, 2eme édition, Edition d'organisation, paris, France, 2002, P13.

² دريد آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، بدون طبعة دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص ص 105-106.

³ محمد علي محمد علي، إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية (مدخل لتعظيم القيمة)، رسالة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة القاهرة، مصر، 2005، ص 09.

⁴ أحمد أبو موسى رسمية، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المعزز للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص 210.

⁵ شقييري نوري موسى، محمود إبراهيم نور، وآخرون، إدارة المخاطر، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2012، ص 49.

• **مخاطر التضخم:** تتمثل في انخفاض القيمة الشرائية للنقود، حيث لا يمكن لوحدة النقد أن تشتري الكمية نفسها من السلع أو الخدمات التي كان يمكن أن يشتريها الفرد في الماضي، عندما كان مستوى الأسعار أقل، أي يجب على المستثمر اختيار الاستثمارات التي يمكن أن تحميه من التضخم. فالاستثمارات ذات الدخل الثابت هي أدوات استثمارية عاجزة عن مقاومة التضخم. بينما يشكل الاستثمار في الأسهم العادية حماية للمستثمر من مخاطر التضخم، لأن الارتفاع في المستوى العام للأسعار يصاحبه عادة ارتفاع في أسعار المنتجات للشركات المصدرة للأسهم العادية. ويترتب على ذلك زيادة حجم الأرباح. مما يعني المحافظة على القيمة الحقيقية للاستثمار في الأسهم العادية.¹

• **مخاطر السوق:** هي المخاطر التي تتجم وقوع أحداث غير متوقعة في القيمة السوقية للأدوات المالية.² ويكون تعرض حملة الأسهم العادية لهذا النوع من المخاطر أكثر من غيرهم (حملة الأسهم الممتازة والسندات). تنشأ هذه المخاطر نتيجة الاتجاهات التصاعدية والتنازلية التي تطرأ على سوق رأس المال لأسباب معينة.³

(2) **مصادر المخاطر غير المنتظمة:** وتشمل ما يلي:

• **مخاطر الإدارة:** هي المخاطر الناتجة عن الأخطاء الإدارية، وتؤدي إلى اختلاف معدل العائد الفعلي عن المتوقع من الاستثمار على الرغم من جودة منتجاتها وقوة مركزها المالي.

ومن الأخطاء الإدارية الشائعة: سوء التصرف، عدم اتخاذ التدابير المناسبة في الحوادث الطارئة كأزمات الطاقة وإضرابات العمال، خسارة مصنع أو معدات بسبب عدم التأمين عليها.. الخ.⁴

• **مخاطر الصناعة:** هي مخاطر ناتجة عن عوامل تؤثر في قطاع صناعي معين بشكل واضح دون أن يكون لها تأثيرا هاما خارج هذا القطاع. مثل إضرابات العمال أو عدم توفر المواد الخام للصناعة أو تغير أذواق المستهلكين أو التغير التكنولوجي السريع.⁵ وهناك عوامل مسببة لمخاطر الصناعة منها ظهور قوانين تمس صناعات معينة مثل قوانين حماية البيئة من التلوث والتي كان لها تأثير على الشركات المنتجة للورق ومصافي البترول ومصانع الحديد وغيرها من الصناعات.⁶

رابعا: طرق قياس المخاطر

يمكن قياس مخاطر المحفظة وفق الطرق التالية:

¹ دروان شموط، منجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، دون طبعة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008، ص 266.

² سمير الخطيب، قياس وإدارة المخاطر بالبنوك، منهج علمي وتطبيقي، دون طبعة، منشأة المعارف، مصر، 2005، ص 234.

³ سمية بلجبلية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة الإخوة منتوري - قسنطينة -، الجزائر، 2010، ص 66.

⁴ طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، دون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص ص 50-51.

⁵ أحمد موسى أبو رسمية، مرجع سبق ذكره، ص 210.

⁶ طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 51.

1) الانحراف المعياري: يمكن تعريف الانحراف المعياري بأنه مقياس إحصائي يبين انتشار (توزيع) العوائد المحتملة حول قيمتها المتوقعة (الوسط الحسابي).

وتحسب مخاطر المحفظة باستخدام الانحراف المعياري وفق الآتي:

• حالة محفظة مكونة من أصلين¹:

$$\delta\rho = \sqrt{w_a^2 s_a^2 + w_b^2 s_b^2 + 2w_a w_b s_a s_b r_{ab}}$$

حيث:

$\delta\rho$: الانحراف المعياري للمحفظة؛

W_a : الوزن النسبي للسهم (الأداة a)؛

W_b : الوزن النسبي للسهم (الأداة b)؛

δ_b : الانحراف المعياري للسهم b؛

δ_a : الانحراف المعياري للسهم a؛

r_{ab} : معامل الارتباط بين السهمين a و b.

• حالة محفظة مكونة من n أصل²:

يتم قياس مخاطر محفظة مكونة من n أصل عن طريق العلاقة التالية:

$$\delta P = \sqrt{\sum_{i=1}^n P_i^2 \delta_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n P_i P_j r_{ij} \delta_i \delta_j}$$

$$= \sqrt{\sum_{i=0}^n P_i^2 \delta_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n P_i P_j Cov(P_i P_j)}$$

حيث:

P_i : النسبة المئوية للاستثمار المخصص للورق (i)؛

P_j : النسبة المئوية للاستثمار المخصص للورقة (j)؛

r_{ij} : معامل الارتباط بين الورقتين i و j؛

N : الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة.

2) معامل بيتا: يقيس معامل بيتا للمحفظة درجة حساسية عوائد المحفظة للمتغيرات الحاصلة في عوائد محفظة السوق.

¹ شفييري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص ص 171-172.

² نعمان محصول، مرجع سبق ذكره، ص 118.

ويحسب على النحو الآتي:¹

$$\beta P = \sum_{i=1}^n m_i \beta_i$$

حيث:

βP : معامل بيتا للمحفظة؛

β_i : معاملات بيتا لأوراق المحفظة؛

m_i : الوزن الاستثماري لكل ورقة في الاستثمار الإجمالي للمحفظة.

تجدر الإشارة إلى أن المعامل بيتا لكل ورقة يحسب كالآتي:²

$$\beta_i = \text{Cov}(R_i, R_m) / \text{Var}(R_m)$$

حيث:

$\text{Var}(R_m)$: تباين عائد السوق.

$\text{Cov}(R_i, R_m)$: تغاير عائد الأصل المالي مع عائد السوق، ويحسب كما يلي:

$$\text{Cov}(R_m, R_i) = 1/N \sum_{m=1}^n (R_{m-} - R_m/n)(R_i - R_i/n)$$

إذا كان:³

$\beta P > 1$: مخاطر المحفظة أكبر من مخاطر السوق؛

$\beta P < 1$: مخاطر المحفظة أقل من مخاطر السوق؛

$\beta P = 1$: مخاطر المحفظة مساوية لمخاطر السوق.

¹ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص121.

² سليمة حشايشي، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كإستراتيجية، لمواجهة الأزمات المالية، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة الدولية"، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يومي 20 و 21 أكتوبر، جامعة فرحات عباس- سطيف-، الجزائر، 2009، ص 10.

³ جمال معنوق، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية، دراسة مقارنة بين سوقين ماليين، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة محمد بوضياف-المسيلة-، الجزائر، 2016، ص 213.

3.3.1.1. المحفظة المثلى

يعتبر ظهور نظرية محفظة الأوراق المالية قفزة نوعية في تاريخ الاستثمار في الأوراق المالية، إذ مهدت هذه النظرية للوصول إلى مفهوم المحفظة المثلى.

أولاً: نظرية المحفظة

هي نظرية معيارية تعني بالقرارات المالية الرشيدة التي يتخذها المستثمرون لإيجاد التوازن بين عائد وخطر الاستثمار في موجودات معينة (مالية أو مادية) .

وتصف هذه النظرية المستثمر بالرشد، إذ يسعى لاختيار الاستثمار الكفاء من بين البدائل المتاحة له كما تستند على أسس النظرية الاقتصادية في تفسير سلوك المستهلك لتفسير سلوك المستثمر، فطبقاً للنظرية الاقتصادية نجد أن المستهلك يهدف إلى الموازنة بين منفعته وسعر شرائه لسلعة معينة بهدف الحصول على أكبر قدر ممكن من المنفعة في حدود دخله المحدود علماً أن المستهلك يتبع مبدأ الرشد الاقتصادي، وبهذا يصبح المستثمر الرشيد هو المستثمر الذي يوازن بين العائد والخطر للاستثمارات البديلة ليحصل على أكبر عائد ممكن في حدود موارده المتاحة.¹

تعتمد على تباين معدلات العائد في قياس مخاطر المحفظة في ظل فرضيات مقبولة، واستخراج معامل الارتباط بين الأدوات المختلفة من خلال العلاقة بين العائد والمخاطرة.

تقوم على مبدأ تحديد المحفظة المثلى التي تقوم على فكرة أساسية: إن منفعة المستثمر تفسر من خلال دالة تعتمد على متغيرين مستقلين: أحدهما العائد المتوقع والآخر التباين لهذا العائد. وهنا فإن المستثمر يفضل في النهاية عائداً متوقفاً أعلى وتبايناً أدنى للعائد المتوقع.²

ثانياً: الافتراضات التي تقوم عليها نظرية المحفظة

تبنى نظرية المحفظة بناء على الخمس فروض التالية:³

- ينظر المستثمر لكل بديل استثماري من منظور التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع خلال فترة زمنية محددة؛
- يهدف المستثمر إلى تعظيم المنفعة المتوقعة لفترة واحدة؛
- ينظر المستثمر إلى المخاطر باعتبارها تشير إلى التقلب في العائد المتوقع؛
- يبني المستثمر قراره على متغيرين أساسيين فقط هما العائد والمخاطرة؛

¹ سارة بوزيد، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري دراسة حالة بنك BNP PARIBAS، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة منتوري - قسنطينة-، الجزائر، 2007، ص 43.

² محمد عوض عبد الجواد، علي ابراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة أسهم سندات أوراق مالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص ص 34-35.

³ لورين ابراهيم القاضي، أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك لتجارية، دراسة اختبارية على البنوك التجارية الأردنية، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، -جامعة الشرق الأوسط-، فلسطين، 2016، ص ص 18 - 19.

• جميع المستثمرين يكرهون المخاطر، وبالتالي، إذا كان المستثمر يفاضل بين بديلين لهما نفس العائد، فإنه يختار الأقل مخاطرة؛

• عملية تكوين محفظة استثمارية يتطلب عملية اختيار الأصول داخل المحفظة بطريقة منهجية تأخذ في الاعتبار المخاطرة والعائد على الاستثمار بالنسبة لهذه الأصول من أجل تحقيق المقايضة الأكثر كفاءة بينهما.

ثالثاً: تعريف المحفظة المثلى

مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى هو مفهوم نسبي وليس مطلق وعليه يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية المثلى من وجهة نظر المستثمر الرشيد بأنها: " توليفة متنوعة ومتوازنة من الموجودات والأدوات لاستثمارية " ¹.

رابعاً: اختيار المحفظة المثلى

ولبناء محفظة استثمارية مثلى ينبغي تحديد ما يلي: ²

(أ) تحديد مجموعة المحافظ الكفوة.

(ب) الاختيار من بين هذه المجموعة تلك المحفظة التي تحقق للمستثمر أقصى منفعة مع أخذ بعين الاعتبار المبادئ التالية:

• نختار الورقة المالية الأقل مخاطرة عند تساوي العوائد؛

• نختار الورقة المالية الأكبر عائد في حالة تساوي الخطر؛

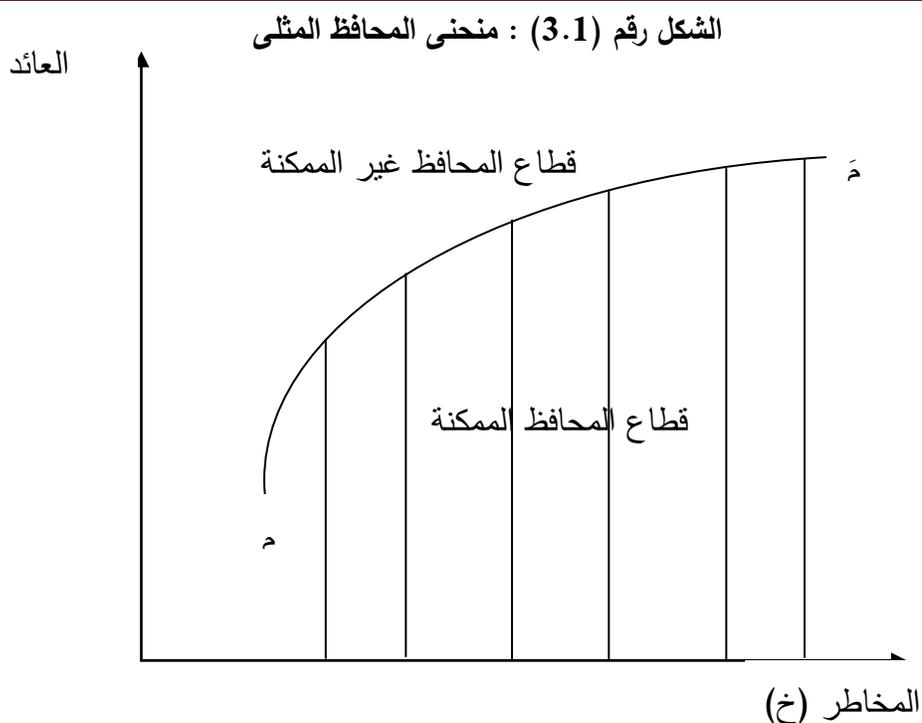
وسنعرض هذين القرارين بنوع من التفصيل فيما يلي:

1) تحديد مجموعة المحافظ الكفاء: المحافظ المتواجدة ضمن القطاع غير المظلل (قطاع المحافظ غير الممكنة) هي محافظ غير متاحة بالنسبة للمستثمر لذا عليه أن يبحث عن محفظته المثلى ضمن القطاع المظلل (قطاع المحافظ الممكنة)، بحيث يجب عليه الأخذ في الحسبان نقطة مهمة عند اختياره للمحفظة المثلى وهي أن تكون في موقع تحقق له فيه أعلى عائد ممكن في ظل المخاطرة التي يستطيع تحملها مع الاستعانة بالمفهوم الاقتصادي الذي استندت عليه نظرية المحفظة وهو مفهوم منحنيات السواء. ³

¹ زيد عبد الزهرة جعفر، مرجع سبق ذكره، ص 255

² منية خرياش، أثر مخاطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية- دراسة حالة على بورصتي عمان والسعودية للفترة 2010، -جامعة قاصدي مرباح -ورقلة- الجزائر، 2012، ص 116.

³ نعمان محصول، نور الدين محرز، مرجع سابق ص 60.



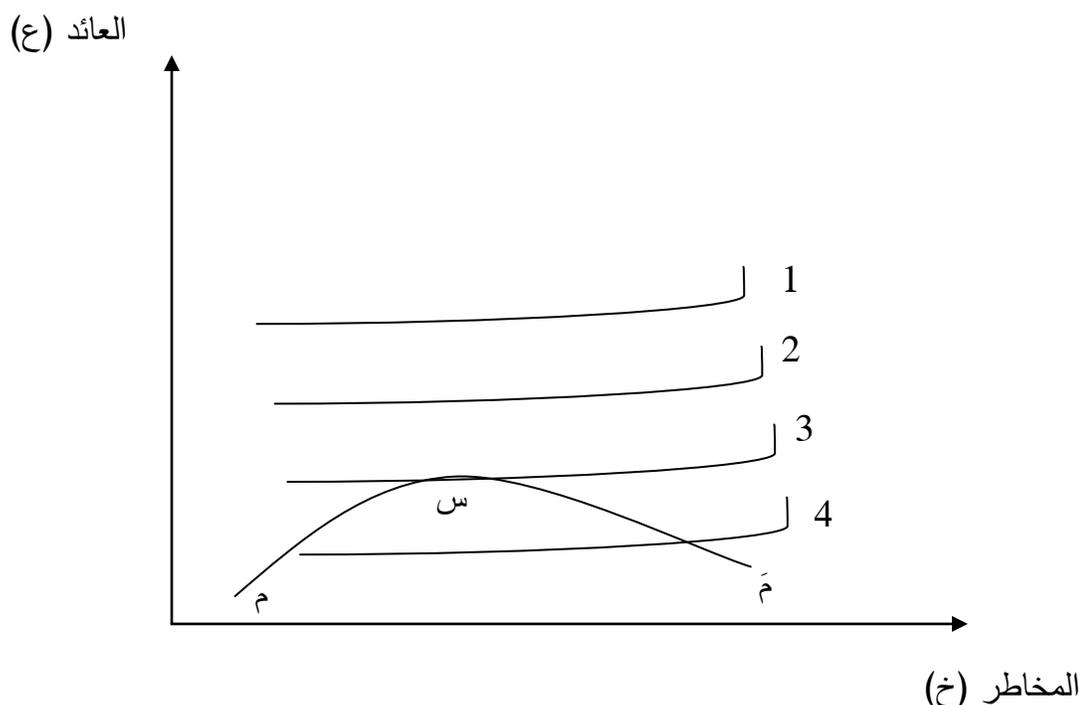
المصدر: محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 114.

(2) اختيار المحفظة المثلى: بعد معرفة مجموعة المحافظ الكفاء التي تكون متاحة للمستثمر يقوم باختيار المحفظة المثلى التي تلائم تفضيلاً ته وميوله ودرجة المخاطر التي بإمكانه تحملها، وذلك استناداً لدالة المنفعة أي أنه يختار المحفظة التي تحقق له أقصى منفعة متوقعة.¹

فحسب الشكل أدناه تحدد المحفظة المثلى عند نقطة التماس منحنيات سواء المستثمر مع منحنى المحافظ المثلى.

¹ نفس المرجع، ص 62.

الشكل رقم (4.1): تحديد نقطة المحفظة المثلى



المصدر: محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 116.

2.1. الأدبيات التطبيقية للدراسة

يعتبر هذا الموضوع حديث الدراسة في العالم العربي، وفيما يلي سنحاول عرض أهم الدراسات والأبحاث التي لها صلة به .

1.2.1. الدراسات ذات صلة بالتنوع

1) غالية مليك، " أثر التنوع الدولي على خصائص المحفظة"، مجلة الباحث، العدد 13، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -، الجزائر، 2013.

هدفت الدراسة إلى معرفة مدى مساهمة التنوع الدولي في الإدارة الفعالة للمحافظ المالية المسعرة في سوق دبي من خلال تدنية المخاطر، وتحقيق علاقة أفضل بين عائد ومخاطر المحفظة. ومدى إمكانية الاستفادة منه في ظل التحوط من مخاطر الصرف.

انطلقت الدراسة من الإشكالية التالية: ما هي محددات جدوى التنوع الدولي في سياق إدارة المحفظة المالية؟ ولمعالجة الموضوع، استخدم الباحثان البرامج الإحصائية والتحليلية وذلك بالاعتماد على كل من معامل الارتباط والأوزان النسبية، وقاما بدراسة أثر هذين الأخيرين (معامل الارتباط والأوزان النسبية) على خصائص المحفظة الدولية، حيث كون الباحثان عينة من 12 مؤشرا من بينها المؤشر العام لسوق دبي، وباقي المؤشرات مختلطة بين مؤشرات عربية وأخرى أجنبية للفترة ما بين جوان 2010 إلى أبريل 2013.

توصلت الدراسة إلى أن كل من معامل الارتباط والوزن النسبي للأصل، محددات أساسية في تحسين خصائص المحفظة الدولية من خلال التنويع الدولي، ومن تم المساهمة في فعالية إدارة المحافظ المالية.

(2) دانيا حنان حلمي عبد العزيز، "التنويع وأثره على أداء المحافظ الاستثمارية في فلسطين"، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية - نابلس، فلسطين، 2018.

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر سياسة تنويع مكونات المحفظة الاستثمارية في هيئات إدارة المحافظ الاستثمارية في فلسطين على أداء المحفظة، متمثلة في البنوك التجارية والإسلامية وشركات التأمين والوساطة العاملة في فلسطين، وذلك في الفترة بين (2008 و2016).

وقد انطلقت هذه الدراسة من الإشكالية التالية: هل يوجد أثر لسياسة تنويع مكونات المحفظة الاستثمارية في جميع هيئات إدارة المحافظ في فلسطين على أداء المحفظة؟ وقد استخدم الباحث المنهج الوصفي، ومجتمع دراسة متكون من جميع شركات إدارة المحافظ في فلسطين وعددها 31 شركة.

من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة:

- سياسة التنويع تؤثر على أداء المحفظة الاستثمارية في البنوك التجارية والإسلامية وشركات الوساطة العاملة في فلسطين، ولا تؤثر على أداء المحافظ في شركات التأمين.

- توجد فروق في سياسة تنويع المحافظ الاستثمارية نسبة إلى نوع هيئة إدارة المحافظ، ولا توجد فروق في أداء المحافظ الاستثمارية نسبة إلى نوع هيئة إدارة المحافظ.

3) Abu-Bakr Ali Khedr Bkhit, Emad Alden Essa Eshag. **The impact of financial portfolio Diversification on securities return and liquidity**, An Applied study in khartoum stock exchange Market ,Sudan ,2019.

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العلاقة بين التنويع وأداء المحفظة الاستثمارية باعتماد سيولة المحفظة كمتغير وسيت. استخدم الباحثان أسلوب الاستبيان بغرض جمع البيانات، والتحليل الكمي لهذه البيانات باستخدام برنامج (أموس V25) كما تم اختيار العينة العشوائية البسيطة حيث تكونت هذه العينة من المستثمرين الذين يملكون محافظ استثمارية في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

توصلت الدراسة إلى أن كل من التنويع والسيولة يؤثران إيجاباً على العائد في المحفظة الاستثمارية، في حين أن التنويع في المحفظة الاستثمارية لا يؤثر على السيولة.

2.2.1. الدراسات ذات صلة بإدارة المخاطر

1) محمد عبد العليم، "تأثير إدارة المخاطر المالية على أداء البنوك -دراسة تطبيقية على البنوك التجارية المصرية"-، المجلة العلمية لقطاع كليات التجارة، العدد الثاني عشر، جامعة الأزهر، مصر، 2014.

هدفت الدراسة إلى الوقوف على تأثير إدارة المخاطر المالية على أداء البنوك، التجارية، وتأثير أهمية البحث في محاولة الإجابة على التساؤل الرئيسي التالي: ما تأثير إدارة المخاطر المالية على أداء البنوك التجارية المصرية؟.

أهم ما خلصت إليه الدراسة، وجود علاقة معنوية لكل من إدارة مخاطر الائتمان وإدارة مخاطر السيولة وكفاءة استخدام الأموال على أداء البنوك التجارية، مما يدعم التوصية بضرورة العناية والاهتمام بإدارة مخاطر الائتمان وإدارة مخاطر السيولة وتحسين استخدام الأموال بالبنوك التجارية على أحجامها لتحقيق التميز والاستقرار في السوق المصرفي. (2 جمال معتوق، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية، دراسة مقارنة بين سوقين ماليين، أطروحة دكتوراه) غير منشورة، جامعة محمد بوضياف- المسيلة-، الجزائر، 2016.

هدفت الدراسة إلى التعرف على المخاطر المالية وإعطاء سبل تغطية وإدارة هذه المخاطر، انطلقت الدراسة من الإشكالية التالية: ما مدى مساهمة منتجات الهندسة المالية وبالأخص المشتقات المالية في تغطية وإدارة المخاطر المالية التي تواجه المؤسسة الاقتصادية؟

توصلت الدراسة إلى ضرورة إدراج المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية لتطوير التعامل في هذه السوق والتقليل من حدة المخاطر المالية، كما أنه من الضروري الاستثمار في محفظة الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات كبيرة الحجم للتغطية ضد المخاطر المالية المصاحبة للاستثمار في هذه الأوراق.

3.2.1 . دراسات ذات صلة بالتنوع وإدارة المخاطر

(1 إلياس خضر الحمدوني، "فعالية التنوع في تخفيض مخاطر المحفظة الاستثمارية- دراسة في عينة من شركات المساهمة المسجلة في سوق عمان لتبادل الأسهم-، مجلة تنمية الرافدين، العدد 112، العراق، 2013.

هدفت هذه الدراسة إلى تبين أثر التنوع في تخفيض المخاطر الكلية للمحفظة وكذلك تخفيض المخاطرة لكل محفظة استثمارية، وذلك من خلال قياس عائد وخطر المحافظ الاستثمارية.

توصلت الدراسة إلى أن للتنوع الفعال أثر واضح في تخفيض مخاطر المحفظة الكلية، وبشكل متساوي في كافة القطاعات التي تشكل المحافظ الاستثمارية، إضافة إلى أن المخاطر النظامية متساوية مع المخاطر الكلية (محدودية المخاطر).

(2 بلعوز بن علي، مريم نجاة نعاس، "فعالية التنوع الاستثماري في إدارة مخاطر محفظة الأوراق المالية- دراسة قياسية لحالة بورصة الجزائر (2011-2016)-"، مجلة رؤى الاقتصادية، العدد العاشر، جامعة الشهيد لخضر- الوادي-، الجزائر ، 2016.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة، ومدى قدرة السوق على تعويض المستثمرين بعلاوة مخاطر مقابل توظيفها تهم الاستثمارية. حيث انطلقت الدراسة من الإشكالية التالية: ما مدى فعالية استخدام استراتيجية التنوع في إدارة محفظة الأوراق المالية من مخاطر تقلبات عوائد أسهمها على مستوى بورصة الجزائر في ظل العلاقة بين العائد والمخاطرة ؟

بينت الدراسة أن هناك علاقة بين العوائد والمخاطر في بورصة الجزائر، أي زيادة المخاطر تعود لزيادة مقدار العلاوة المخاطر التي يطلبها المستثمرون لتعويضهم عن المخاطر الإضافية التي يتعرض لها. وخلصت الدراسة إلى أن

هناك علاقة ايجابية بين العوائد والمخاطر في بورصة الجزائر لمدة الدراسة، فارتفاع وانخفاض مؤشر البورصة مرتبط بارتفاع وانخفاض التذبذب بالعوائد.

3) آفين فائق، أثر تنويع محفظة القروض في عائد ومخاطر المحفظة- دراسة تطبيقية - ، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة حلب، الجزائر، 2015.

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر تنويع محفظة القروض على عائد ومخاطر المحفظة في المصارف الخاصة العاملة في القطاع المصرفي السوري، اعتمدت الباحثة على البيانات المالية في القوائم المالية الرسمية الصادرة عن المصارف. توصلت الدراسة إلى أن تنويع المحفظة لا يؤثر معنويا في عوائد ومخاطر محافظ العينة مجتمعة.

خلاصة الفصل

من خلال هذا الفصل سلطنا الضوء على المفاهيم الأساسية للمحفظة الاستثمارية، وكذا التنويع، إضافة إلى شرح دقيق للعائد والخطر وكيفية قياسهما. كما بينا تطور نظرية المحفظة وكيفية اختيارها وصولاً للمحفظة المثلى. كما تم استعراض أهم الدراسات ذات الصلة بموضوع دراستنا، وذلك من خلال تحديد الهدف منها، عينتها، طريقة المعالجة، وذكر النتائج التي تم التوصل إليها.

وتتلخص أهم نتائج هذا الفصل في ما يلي:

- التنويع وسيلة فعالة في تخفيض الخطر ولا بد من مراعاة عوامل محددة لنجاحه؛
- يمكن التنويع المستثمر من تجنب المخاطر غير المنتظمة في حين لا يمكنه من تجنب من المخاطر المنتظمة؛
- يتم اختيار المحفظة من قبل المستثمرين بناء على تحقيق أكبر عائد وأقل مخاطرة؛
- حسب نظرية المحفظة يستحسن أن يكون الارتباط سالبا بين الأوراق المالية لتجنب الخسائر؛
- العائد والخطر مفهومان مترابطان، ويمثلان العملة الرئيسية للاستثمار.

الفصل الثاني

دراسة تطبيقية على عينة محافظ
استثمارية بالسوق المالي السعودي
للفترة (2012-2021)

الفصل الثاني دراسة تطبيقية على عينة محافظ استثمارية بالسوق المالي السعودي للفترة (2012 - 2021)

تمهيد

بعد أن تطرقنا في الفصل الأول إلى المفاهيم النظرية لموضوع الدراسة، سنحاول من خلال هذا الفصل اختبار مدى تطابق الجانب النظري للتنوع الاستثماري في المحافظ مع الواقع العملي، وذلك من خلال القيام بدراسة تطبيقية تتضمن الإلمام بمختلف الجوانب النظرية للسوق المالي السعودي وعينة من المحافظ النشطة فيه، وكذلك دراسة مدى مساهمة التنوع الاستثماري في تجنب المخاطر في هذه العينة من المحافظ باستخدام الأدوات الإحصائية.

وبالتالي سيتم التطرق في هذا الفصل إلى:

- 1) تقديم السوق المالي السعودي ومحافظ السوق المختارة كعينة للدراسة
- 2) عرض وتحليل البيانات الإحصائية التي تم جمعها من القوائم المالية
- 3) اختبار دور التنوع في إدارة مخاطر المحافظ المدروسة
- 4) عرض النتائج التي توصلت إليها الدراسة وتفسيرها
- 5) مناقشة النتائج المتوصل إليها ومقارنتها مع نتائج الدراسات السابقة للموضوع

1.2. تصميم الدراسة التطبيقية

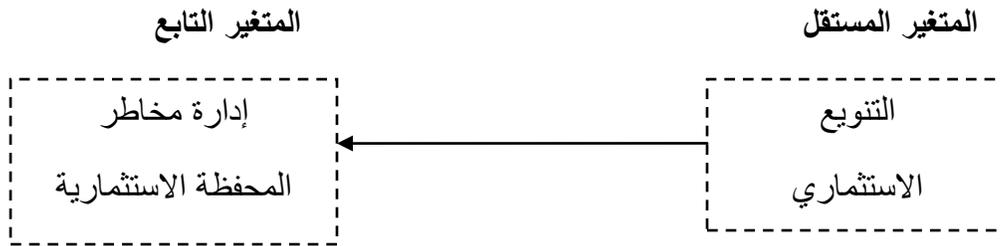
قبل قياس دور التنوع في إدارة مخاطر المحافظ، وقصد الإحاطة بجوانب الدراسة والتمكن منها والوصول إلى الغاية منها، ارتأينا أنه من الضروري توضيح بعض الجوانب التي ألفت بها دراستنا، من بين هذه الجوانب متغيرات الدراسة وكيفية قياسها، ومجتمعها، وعينتها بالإضافة إلى الأدوات الإحصائية المستعملة في تحديد نتائج الدراسة بدقة أكبر.

1.1.2. متغيرات الدراسة

لكل بحث علمي ميداني متغيراته الخاصة به، وقد تكون كثيرة ومتعددة، ولكن المتعارف عليه هو وجود نوعين من المتغيرات، وتتمثل في:

- المتغيرات المستقلة، وتعرف عادة بالمتغيرات السببية؛
- والمتغيرات التابعة والتي تعرف بالمتغيرات المعتمدة أو النتيجة.

الشكل رقم (1.2): نموذج متغيرات الدراسة



المصدر: إعداد الطالبتين.

أولاً: المتغير المستقل (التنوع)

وهو ذلك المتغير الذي يحدث أثر في إدارة مخاطر المحفظة الاستثمارية، يمكننا التحكم فيه وكشف تباين أثره باختلاف قيمه. يمثل متغير نوعي، ويمكن إبراز أهميته من خلال معامل الارتباط بين الأوراق المالية المشكلة للمحافظ المدروسة.

ثانياً: المتغير التابع (إدارة مخاطر المحفظة الاستثمارية)

وهو المتغير الذي يتأثر بالتنوع ويحدث فيه تغير ما. ويتمثل هذا المتغير في خاصيتين هما:

- (1) **المخاطرة:** وهي متغير كمي يقاس من خلال معطيات عن الأصول المكونة للمحفظة، وهي الانحراف المعياري لكل أصل و التباين المشترك بين الأصول في المحافظ المكونة من عدة أصول.
- (2) **العائد:** وهو متغير كمي، يقاس بالمعلومات المتوفرة عن أصول المحفظة وهي معدل العائد المتوقع لكل أصل أو للمحفظة ككل، ولحسابه لا بد من توفر المعلومات التاريخية الخاصة به.

2.1.2. الطريقة المعتمدة في إجراء الدراسة

أولاً: اختيار مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في السوق المالي السعودي، الذي يعتبر أكبر سوق للأوراق المالية في المملكة العربية السعودية ومن أهم الأسواق التجارية. حيث راعينا في اختيار السوق كلا من التنوع الجغرافي للسوق، ومدى توفر المعلومات حوله.

أما في ما يخص عينة الدراسة، وقع الاختيار على أربع محافظ من بين المحافظ التي تنشط في السوق السعودي، لتطبيق الدراسة عليها، وتتقاطع هذه المحافظ في أهدافها وخصائصها وهي:

- محفظة الجريء؛
- محفظة الشجاع؛
- محفظة المتوازن؛
- محفظة المتحفظ.

ثانياً: طريقة جمع وتلخيص المعطيات

بغرض تحقيق الأهداف المرجوة من الدراسة واختبار فرضياتها، تم جمع المعلومات اللازمة عن طريق:

- معطيات التقارير السنوية للسوق المالي السعودي؛
- التقارير السنوية للمحافظ المالية المدروسة.

حيث تنطلق الدراسة من جمع البيانات الخاصة بالمحافظ المالية الصادرة عن الرياض المالية لمدة عشر سنوات في الفترة (2012-2021)، تتمثل هذه البيانات في:

- عوائد المحافظ لكل سنة؛
- عوائد محفظة السوق السنوية؛
- ومعدل العائد الخالي من الخطر.

حيث سيتم الاعتماد على العوائد السنوية في حساب كل من المخاطر الكلية (الانحراف المعياري) للمحافظ محل الدراسة ومحفظة السوق، وكذلك حساب المخاطر النظامية (بيتا) والتباين المشترك.

كما تم تلخيص هذه المعلومات كالتالي:

- إكمال المعطيات الناقصة، وذلك بحساب متوسط العوائد للمحافظ الأربعة؛
- حساب متوسط العوائد السنوية لمحفظة السوق
- حساب الانحراف المعياري لكل محفظة؛

- حساب الانحراف المعياري لمحفظه السوق؛
- حساب معامل بيتا لكل محفظة ؛
- حساب التباين المشترك للمحافظ محل الدراسة؛
- حساب معامل الارتباط لكل مكونات المحفظة؛
- حساب معامل التحديد لكل محفظة.

3.1.2. الأدوات المستخدمة

للإجابة عن إشكالية الدراسة، تم استخدام مجموعة من الأدوات الإحصائية والقياسية وكذلك المؤشرات المالية.

أولاً: الأدوات الإحصائية

هي حسابات رياضية تستخدم لتحليل البيانات، والمقارنة بينها وتحليلها وتلخيصها نظراً لكم الهائل من البيانات التي يجمعها الباحث.

وفي هذه الدراسة، سيتم استخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية بهدف اختبار الفرضيات وتحقيق أهداف الدراسة، وذلك بحساب ما يلي:

- معامل بيتا
- الانحراف المعياري
- معامل الارتباط
- التباين المشترك

ثانياً: المؤشرات المالية

هي مؤشرات تقيس أسعار الأسهم في السوق المالي بشكل يومي، وهي عبارة عن سعر الأسهم مضروباً بحجم الشركات في السوق.

والمؤشرات المالية المستعملة في هذه الدراسة، تضم:

- (1) مؤشر معدل العائد على المحفظة؛
- (2) مؤشر معدل الخطر على المحفظة.

ثالثاً: البرامج الإحصائية

هي مجموعة من البرامج التي تقوم بإجراء عملية التحليل الإحصائي، وتستخدم مع البيانات الكمية والنوعية. من أجل حساب المؤشرات والأدوات السابقة واختبار الفرضيات وتحقيق أهداف الدراسة، تمت الاستعانة ببرامج التحليل الإحصائي (Spss).

4.1.2. تقديم السوق المالي السعودي

1.4.1.2. التطور التاريخي للسوق المالي السعودي:¹

يعتبر السوق المالي السعودي من أهم الأسواق التجارية في منطقة الخليج العربي، وأحد الأقطاب الرئيسة للمعاملات المصرفية.

• تعود البداية التاريخية للسوق لعام 1932، حين أنشئت أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات؛

• توالى في ما بعد إنشاء شركات أخرى خصوصاً في فترة السبعينيات من القرن الماضي، إذ تزايدت أعداد هذه الشركات؛

• ومع تطور عدد شركات المساهمة، نشأ سوق غير رسمي لأسهم في أوائل الثمانينيات؛

• إلى أن صدر الأمر السامي رقم 8/1230 في عام 1984 المتعلق بتنظيم التداول، وأوكلت مهمة الإشراف على نشاط السوق، وتنفيذ القواعد المنظمة لعملية التداول إلى مؤسسة النقد العربي السعودي .

وقد شهد السوق المالي السعودي تطورات متلاحقة عكست تطور الاقتصاد السعودي وانخراطه في الاقتصاد

العالمي ويمكن إجمال هذه المراحل وفق الآتي:²

(1) عام 1990، شهد إطلاق نظام (Esis)، ثم أضيف تحديث يعنى بنشر الأسعار وإعلانات الشركات ونشر قوائمها المالية. وفي عام 1994، تمت إضافة فترة تداول ثابتة حيث تم احتساب مؤشر السوق أسبوعياً، ثم أضيف يوم الخميس للتداول في الفترة الصباحية؛

(2) بدأت إدارة الرقابة على الأسهم من عام 1997 حتى عام 2000، وذلك بإرسال العديد من التقارير إلى مؤسسة الخليج للاستثمار، و تم أيضاً دمج أنظمة التسويات والتفاصيل ونقل الملكية في منصة واحدة، ومن ثم تم التحول من الإشعارات كوسيلة لإثبات الملكية إلى الحسابات؛

(3) تم تطوير جميع الأنظمة عام 2001، وذلك بالتعاون مع شركة (EFA) الكندية، نتج عن هذا التعاون إطلاق نظام التداول الآلي (HoriZon)، والتحول للتسوية اليومية (T+0) بدلاً من (T+1)، واستبدال الوثائق بتطبيقات الحسابات الاستثمارية، وفي هذه المرحلة تطورت البنوك وأنظمتها، وبدأ التداول في البنوك من خلال شبكة الأنترنت والهاتف وأجهزة الصراف الآلي؛

¹ هيئة السوق المالية السعودية (سوق الأسهم)، ص 02، أنظر الرابط: www.cma.org.sa.

² <https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/38556293>, Le 04/05/2022, 12:11

4) عام 2007، أطلقت السوق المالية السعودية بالتعاون مع شركة (OMX) الرائدة في عالم البرمجيات، تطوير شامل للبنية الفنية لجميع أنظمة التداول، وأصبح لها قدرة تحمل أكبر وذلك تحسبا لزيادة معدلات العمليات اليومية والرغبة في إدراج أدوات استثمارية جديدة، وكذلك منصة نشر بيانات السوق (SMARTS, SaXess, TARGiN)؛

5) من أجل مواكبة التطور السريع في الأنظمة والبرامج وتطبيق التقنيات الحديثة وتسخيرها لخدمة القطاع واستخدام أحدث الحلول التقنية، التي تساعدها على تقديم أفضل الخدمات والمنتجات المالية للأسواق والمتعاملين فيها، وقعت السوق في أواخر عام 2013 اتفاقية مع شركة NASDAQ العالمية عقدا تقوم بموجبه الشركة بتحديث وتطوير بنية التداول التحتية وترقيتها من نظام SAXESS إلى نظام X-STREAMINEX .

2.1.2. أهداف السوق المالي السعودي

يسعى السوق المالي السعودي إلى تحقيق عدد من الأهداف على المدى البعيد وفق الآتي¹:

- 1) تعزيز الاستثمار المؤسسي في السوق المالي السعودي الذي سيؤدي بدوره إلى دعم استقرار السوق والحد من التذبذب فيه، وذلك من خلال استقطاب مستثمرين متخصصين يضيفون خبراتهم إلى السوق المحلية، وتكون أهدافهم الاستثمارية بعيدة المدى؛
- 2) العمل على نقل الخبرات والمعارف للمؤسسات المالية المحلية، والمستثمرين ورفع من مهنية المشاركين في السوق المالي السعودي من خلال جذب الخبرات المهنية المتخصصة عالية المستوى؛
- 3) رفع أداء الشركات المدرجة ولاسيما في جانب الإفصاح عن المعلومات المالية، وكذلك رفع أداء الشركات المتخصصة؛
- 4) تعزيز مكانة السوق المالي السعودي ليكون سوقا رائدا، وزيادة فرص رفع تصنيفها على المستوى العالمي؛
- 5) رفع مستوى البحوث والدراسات والتقييمات التي يتم إجرائها على السوق بشكل عام، والشركات المدرجة بشكل خاص مما يوفر لجميع المتعاملين معلومات أكثر دقة وتقييمات أكثر عدالة.

3.1.2. خدمات وأدوات السوق المالي السعودي

أولاً: خدمات السوق المالي السعودي

يقدم السوق المالي السعودي للمستثمرين مجموعة من الخدمات تتمثل في أربع خدمات رئيسية، وهي²:

- أ. خدمات التداول: تقدم تداول السعودي مجموعة من الخدمات المتنوعة لكافة المستثمرين، فهي تستخدم حالياً واحداً من أكثر الأنظمة تطوراً من حيث التداول. وتتم مطابقة جميع صفقات التداول، وتأكيدها وتنفيذها إلكترونياً بالاعتماد

¹ هيئة السوق المالية، أهداف فتح سوق الأسهم السعودية أمام الاستثمار الأجنبي، أنظر الموقع: www.cma.org.sa

على التسوية (T+2) كما تم تصميم محرك التداول لخدمة أوامر متعددة تلبي حاجات المستثمرين، بما في ذلك الصفقات المتفاوض عليها.

ب. خدمات ما بعد التداول: تقدم شركة مركز إيداع الأوراق المالية مجموعة متكاملة من خدمات ما بعد التداول التي يستفيد منها المصدرون والمستثمرون والأعضاء بما في ذلك خدمات الإيداع وخدمات التسجيل للشركات المدرجة والغير مدرجة، ورهن الأوراق المالية وتحويل ملكيتها، وخدمات قيود الملكية، وخدمات التسوية والمقاصة، وإجراءات الشركات، وتقديم التقارير الموحدة، وخدمات الأصول وغيرها.

ج. إيداع شهادات الأسهم: كانت عمليات تداول الأسهم تتم عن طريق بيع وشراء شهادات ورقية تستخدم لإثبات ملكية الأسهم. ومع تطور تداول السعودية، تم تحويل جميع العمليات الورقية إلى عمليات إلكترونية حيث تم فتح محافظ الكترونية للمساهمين وإيداع معظم شهادات الأسهم في تلك المحافظ. مع ذلك، فهناك بعض الشهادات التي لم يتم إيداعها حتى الآن لذا وفرت شركة مركز إيداع الأوراق المالية إمكانية إيداع شهادات الأسهم في محافظ الكترونية.

د. حول تداولاتي: تداولاتي هي منظومة متكاملة لعدد من الخدمات الجديدة، والمقدمة من قبل شركة مركز إيداع الأوراق المالية بالتعاون مع أعضائها، وتضم تداولاتي مجموعة من الخدمات المالية الجديدة التي تلبي الاحتياجات المختلفة للمستثمرين والشركات المساهمة.

تهدف منظومة الخدمات هذه إلى توفير قيمة مضافة لجميع أطراف العملية الاستثمارية والسوق المالي السعودي ككل، وذلك من خلال:

- توعية المستثمرين بحقوقهم الاستثمارية وزيادة مستوى الثقة والشفافية لديهم بكل ما يتعلق بأصولهم المالية؛
- تفعيل دور المستثمر بشكل عام وذلك من خلال تمكينهم من التصويت والاطلاع على استحقاقات الأرباح، وتزويدهم برسائل تذكارية وإشعارات دورية عن أهم الأحداث ذات العلاقة، وغير ذلك من المزايا،
- المساهمة في سد الفجوة بين الشركات المدرجة ومساهميها عن طريق تطوير آلية التواصل فيما بينهم؛
- إتاحة مجموعة واسعة ومتنوعة من التقارير بطريقة سهلة وآمنة من خلال المصدر الأساسي لمعلومات الأوراق المالية (شركة مركز إيداع الأوراق المالية)؛
- توفير آلية مستمرة للتحقق من البيانات المحفوظة لدى تداول السعودي وتحديثها.

ثانياً: أدوات السوق المالي السعودي

يعتبر سوق الأوراق المالية السوق الجامع لكل ما يطرح من أوراق مالية للجمهور سواء كان ذلك أسهماً أو أدوات دين، ويقتصر التداول في السوق المالي السعودي على ما يلي:¹

(1) الأسهم: حيث يمكن لمالكها تخصيص أسهم شركة معينة لمالكين محددتين.

¹ <https://mafahem.com/sl-8467>, Consulté Le: 04/05/2022, 20:24

(2) الأرباح الموزعة: يفضل بعض المستثمرين توزيعات الأرباح من الأسهم الموزعة في حين يفضل البعض الآخر الأسهم التي تسمى أسهم النمو و التي تزداد قيمتها مع مرور الوقت.

(3) صناديق الاستثمار: تهدف إلى تزويد المستثمرين بغرض المشاركة الجماعية في أرباح الصناديق التي يديرها مختصون مقابل رسوم معينة كما تستخدم المؤسسات الصكوك والسندات ذات التكلفة المنخفضة نسبياً وذات العوائد اليومية المستقرة منخفضة المخاطر وذلك من أجل توفير السيولة المطلوبة.

(4) صندوق الاستثمار العقاري (REIT): وهو صندوق استثمار عقاري يمكن للمستثمرين استخدامه للتبادل أثناء التداولات مثل تداول الأسهم في البورصة على مدار دورة التداول.

(5) السندات: وهي أدوات دين سواء كانت حكومية أو خاصة (مصدرة من الشركات).

4.1.2. هيئة السوق المالية¹

أولاً: نشأة هيئة السوق المالية

أنشئت هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 1424/06/02 هجري الموافق لـ 2003/07/31، حيث ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وتتمتع بالاعتبارية والاستقلال المالي والإداري تتولى الإشراف على تنظيم السوق المالية وتطويرها وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات الأزمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية.

ثانياً: المهام الأساسية لهيئة السوق المالية.

من بين المهام التي بينها نظام السوق المالية لهيئة السوق المالية نجد:

- تنظيم السوق المالية وتطويرها وتنمية أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية، وتطوير الإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية؛
- تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها والتعامل بها؛
- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها؛
- حماية المستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات الغير عادلة أو التي تنطوي على احتيال أو تلاعب؛
- العمل على تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية في معاملات الأوراق المالية ؛
- تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها وتوفير وتحديد المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأسهم والجمهور؛
- تنظيم طلبات التوكيل والشراء والعروض العامة للأسهم؛

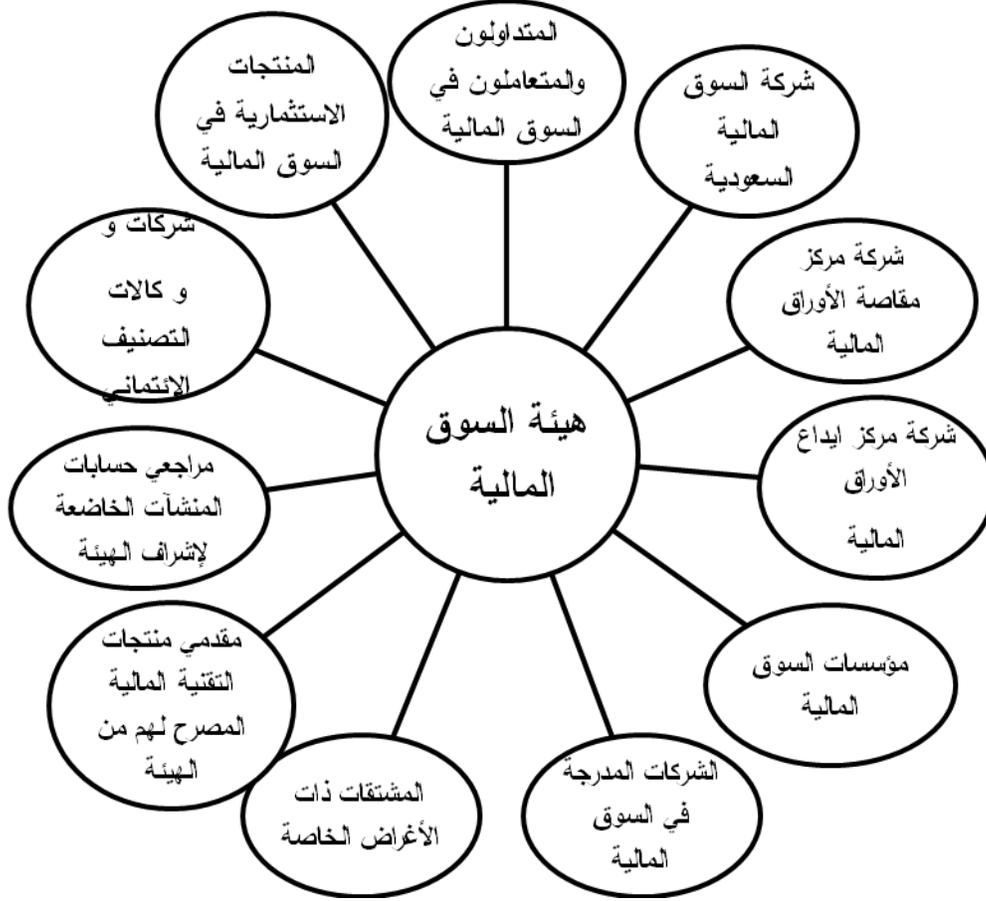
¹ هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 1441-1442 هـ (2022)، متوفر ضمن الرابط : www.cma.org.sa

- تنظيم رهن الأوراق المالية و التنفيذ عليها؛
 - الترخيص بتأسيس منشأة ذات أغراض خاصة، وتنظيم ومراقبة أعمالها.
- ثالثا : الأطراف الخاضعة لإشراف الهيئة.

تتولى هيئة السوق المالية الإشراف على كل من :

- شركة السوق المالية السعودية (تداول)؛
- شركة مركز مقاصة الأوراق المالية (مقاصة)؛
- شركة مركز إيداع الأوراق المالية (إيداع)؛
- مؤسسات السوق المالية ؛
- الشركات المدرجة في السوق المالية؛
- المشتقات ذات الأغراض الخاصة ؛
- المتداولون والمتعاملون في السوق المالية؛
- المنتجات الاستثمارية في السوق المالية؛
- شركات ووكالات التصنيف الائتماني؛
- مراجعي حسابات المنشآت الخاضعة لإشراف الهيئة ؛
- مقدمي منتجات التقنية المالية المصرح لهم من الهيئة.

الشكل رقم (2.2): الأطراف الخاضعة لإشراف الهيئة



المصدر : إعداد الطالبتين اعتمادا على المعلومات السابقة.

2. تقديم المحافظ محل الدراسة

2.2. التعريف بالمحافظ محل الدراسة

أولاً: محفظة الجريء

أنشئت في 10 جوان 2001 من قبل شركة الرياض المالية، تخضع لنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية والأنظمة ذات العلاقة المطبقة في المملكة العربية السعودية، وهي محفظة مفتوحة تستثمر في مجموعة من الصناديق، يتم تقويمها بناء على قيمة أصولها يوم التداول، إضافة إلى الأرباح المستحقة من استثماراتها المختلفة.¹

¹ الرياض المالية ، صندوق الرياض الجريء ، ص1-2، يمكن الاطلاع عليه من خلال الموقع: <http://www.riyadcapital.com> . Consulté

الفصل الثاني دراسة تطبيقية على عينة محافظ استثمارية بالسوق المالي السعودي للفترة (2012 - 2021)

يواجه الاستثمار في هذه المحفظة مخاطر عالية. وبذلك، فإن مديرها يتبع السياسة الهجومية ويستثمر وفق الآتي:

الجدول رقم (1.2): حدود الاستثمار في محفظة الجريء

الحد الأدنى	الحد الأعلى	الصناديق
لا يوجد	لا يوجد	متدنية المخاطر
لا يوجد	لا يوجد	ذات الدخل الثابت
لا يوجد	70%	عالية المخاطر

المصدر: الرياض المالية، أنظر الموقع: <http://www.riyadcapital.com>

ثانياً: محفظة الشجاع

أُنشئت في 10 جوان 2001 من قبل شركة الرياض المالية، وهي محفظة قابضة مفتوحة متوافقة مع الشريعة التي أقرتها هيئة السوق المالية، تعمل على الاستثمار لتنمية رأس المال وتحقيق أعلى عائد ممكن، بغض النظر عن نسبة المخاطر التي تصاحب هذا الاستثمار. تتميز هذه المحفظة بالسيولة العالية وتخفيض تكاليف الاستثمار.¹ يتبع مدير هذه المحفظة السياسة الهجومية، ويستثمر وفق الآتي :

الجدول رقم (2.2): حدود الاستثمار في محفظة الشجاع

الحد الأدنى	الحد الأعلى	الصناديق
لا يوجد	لا يوجد	متدنية المخاطر
لا يوجد	لا يوجد	ذات الدخل الثابت
لا يوجد	50%	عالية المخاطر

المصدر: الموقع الرسمي للرياض المالية، انظر الموقع: <http://www.riyadcapital.com>

ثالثاً: محفظة المتوازن

هي محفظة استثمارية مفتوحة تستثمر في الأسهم السعودية المتوافقة مع الضوابط الشرعية المجازة من قبل الهيئة الشرعية للرياض المالية، نشأت في 10 جوان 2001، وبدأت عملها في 15 مارس 2005، ووافقت عليها هيئة السوق المالية في 20 ديسمبر 2008.

¹ الرياض المالية، صندوق الرياض الشجاع، ص1ص2، يمكن الاطلاع عليه من خلال الموقع: <http://www.riyadcapital.com>, Le 09/05/2022,

تقوم المحفظة على مبدأ الموازنة بين الصناديق، وبالتالي، مواكبة النمو الملحوظ للأسهم والمحافظة على رأس المال في نفس الوقت، تتميز بانخفاض التكاليف والسيولة العالية والكفاءة في الإدارة.

يتبع مدير هذه المحفظة السياسة المتوازنة ويستثمر وفق الآتي :

الجدول رقم (3.2): حدود استثمار محفظة المتوازن

الحد الأعلى	الحد الأدنى	الصناديق
لا يوجد	20%	متدنية المخاطر
لا يوجد	20%	ذات الدخل الثابت
لا يوجد	25%	عالية المخاطر

المصدر: الرياض المالية، أنظر الموقع: <http://www.riyadcapital.com>

رابعاً: محفظة المتحفظ

صممت من قبل شركة الرياض المالية في 10 جوان 2001 ، تقوم على مبدأ إضافة الأمان للاستثمارات وذلك عن طريق الحفاظ على رأس المال والاستثمار بحذر لتحقيق أعلى عائد مع أقل درجة مخاطرة.¹

تصنف المحفظة على أنها محفظة ذات مخاطر محدودة، وتتميز بالتنوع النشط والمدار بكفاءة عالية ، إذ يتبع مديرها السياسة الدفاعية ويستثمر وفق الآتي :

الجدول رقم (4.2): حدود الاستثمار في محفظة المتحفظ

الحد الأعلى	الحد الأدنى	الصناديق
لا يوجد	70%	متدنية المخاطر
لا يوجد	لا يوجد	ذات الدخل الثابت
15%	لا يوجد	عالية المخاطر

المصدر: الرياض المالية، أنظر الموقع: <http://www.riyadcapital.com>

2.2.2. أهداف المحافظ محل الدراسة

يمكن تلخيص مجمل أهداف المحافظ محل الدراسة في الجدول أدناه.

¹ الرياض المالية، صندوق الرياض المتحفظ، ص 1-2، <http://www.riyadcapital.com> :05/2022 à 18 :09/May/ 2022 , Consulté Le

الجدول رقم (5.2): أهداف المحافظ محل الدراسة

المحفظة	أهدافها
محفظة الجريء	<ul style="list-style-type: none"> • تنمية رأس المال المستثمر على المدى الطويل؛ • تخفيض تكاليف الاستثمار؛ • التنويع النشط والمدار بكفاءة .
محفظة الشجاع	<ul style="list-style-type: none"> • تحقيق أعلى عائد في ظل مخاطر عالية؛ • تحقيق السيولة العالية؛ • تخفيض تكاليف الاستثمار .
محفظة التوازن	<ul style="list-style-type: none"> • تنمية رأس المال على المدى المتوسط والطويل وتوزيع دخل منتظم؛ • تخفيض تكاليف الاستثمار؛ • الموازنة بين العوائد والمخاطر .
محفظة المتحفظ	<ul style="list-style-type: none"> • المحافظة على رأس المال المستثمر على المدى القصير؛ • تقليل درجة المخاطر إلى أقل حد ممكن ؛ • التنويع النشط والمدار بكفاءة.

المصدر : إعداد الطالبتين اعتمادا على الموقع الرسمي للرياض المالية، أنظر الموقع: <http://www.riyadcapital.com>

3.2.2. مجالات استثمار المحافظ محل الدراسة

الشكل رقم (6.2): مجالات استثمار المحافظ محل الدراسة

المحفظة	مجالات الاستثمار
الجريء	<p>تستثمر الغالبية العظمى من أصولها في مجموعة من الصناديق العالية المخاطر، كصناديق الأسهم المحلية والإقليمية والدولية، وصناديق المؤشرات المتداولة وصناديق التطوير العقاري، وصناديق الملكية الخاصة.</p> <p>ويستثمر الجزء المتبقي من أصوله في صناديق الدخل الثابت: كصناديق السندات، والصكوك، والعقار والتوريق، والصناديق المتدنية المخاطر: كصناديق أسواق النقد والمرابحة.</p>
الشجاع	<p>تستثمر المحفظة أصولها بشكل رئيسي في صناديق عالية المخاطر: كصناديق الأسهم المحلية، والإقليمية، والدولية وصناديق المؤشرات المتداولة، وصناديق التطوير العقاري، وصناديق الملكية الخاصة، فيما جزء من أصوله يستثمر في صناديق الدخل الثابت: كصناديق</p>

الفصل الثاني دراسة تطبيقية على عينة محافظ استثمارية بالسوق المالي السعودي للفترة (2012 - 2021)

الصكوك، والعقار والتوريق، وصناديق متدنية المخاطر: كصناديق أسواق النقد والمرابحة .	
تستثمر أصولها بشكل رئيسي في أسهم الشركات المدرجة في السوق السعودي، وأسواق النقد والدخل الثابت المتفقة مع الضوابط الشرعية، والتي يحددها مؤشر الصندوق.	المتوازن
تستثمر أصولها في صناديق متدنية المخاطر: كصناديق أسواق النقد والمرابحة، وفي صناديق الدخل الثابت: كصناديق السندات والصكوك والعقار والتوريق، وبشكل ثانوي في صناديق عالية المخاطرة: كصناديق الأسهم المحلية والإقليمية والدولية، وصناديق المؤشرات المتداولة، وصناديق الملكية الخاصة .	المتحفّظ

المصدر : إعداد الطالبتين اعتمادا على الرياض المالية، أنظر الموقع: <http://www.riyadcapital.com>

4.2. دور التنوع في إدارة مخاطر المحفظة الاستثمارية بالتطبيق على المحافظ قيد الدراسة

بعد القيام بتحديد طريقة وأدوات الدراسة، سيتم تناول كيفية تأثير التنوع على إدارة مخاطر المحافظ، وذلك من خلال حساب عوائدها ومخاطر ها. والهدف من هذا التطبيق، هو التقرب أكثر من واقع السوق المالي واختبار ما تم الوصول إليه في الجانب النظري، وكذا فرضيات الدراسة. والمقارنة بين النتائج المتوصل لها من خلال دراستنا ونتائج الدراسات السابقة، وذلك بتوضيح ما يلي:

1) مدى فعالية التنوع الاستثماري في تدنية المخاطر الكلية للمحفظة الاستثمارية، في ظل الترابط بين أصول المحفظة؛

2) أثر التنوع على المخاطر النظامية للمحفظة الاستثمارية؛

3) موقف الأدبيات المالية من سياسة التنوع الاستثماري للاستثمار المالي.

1.4.2. نتائج الدراسة

أولاً: عائد ومخاطر المحافظ محل الدراسة

الجدول رقم(7.2): عوائد ومخاطر محافظ عينة الدراسة ومحفظة السوق.

السوق	المتحفّظ	المتوازن	الشجاع	الجريء	
عوائد المحفظة	عوائد المحفظة	عوائد المحفظة	عوائد المحفظة	عوائد المحفظة	
%05,98	%02,42	%05,81	%11,02	%13,38	2012
%25,50	%03,16	%13,82	%17,69	%22,17	2013
%-02,37	%01,15	%03,33	%04,42	%05,26	2014

(2012 - 2021)

2015	%-03,37	%-04,69	%-02,18	%00,42	%-17,06
2016	%02,35	%01,35	%11,22	%01,52	%04,32
2017	%15,52	%13,42	%-02,66	%02,91	%02,22
2018	%11,28	%-04,82	%09,72	%01,99	%08,32
2019	%17,58	%13,61	%09,72	%02,73	%07,19
2020	%10,32	%08,46	%10,27	%02,20	%03,58
2021	%11,62	%06,71	%03,16	%00,45	%29,83
متوسط العوائد	%10,61	%06,71	%05,70	%01,83	%06,55
الانحراف المعياري ($\delta\rho$)	%07,21	%07,29	%05,50	%0,98	%12,63
التباين المشترك	0,006	0,004	0,002	0,003	/
معامل بيتا (β)	0,38	0,27	0,16	0,22	1

المصدر : إعداد الطالبتين اعتمادا على التقرير السنوي للسوق المالي السعودي.

ثانياً: تحليل وتفسير نتائج الدراسة

1) تحليل وتفسير الجدول

يوضح الجدول أعلاه معدلات العائد المحققة لمحافظ السوق المالي السعودي محل الدراسة، إضافة إلى المخاطر النظامية (معامل بيتا)، والمخاطر الكلية (الانحراف المعياري) لهذه المحافظ.

من خلال قراءة وتحليل الجدول، نلاحظ:

- تغير في عوائد المحافظ من عام إلى آخر، حيث تظهر الإحصاءات أن محفظة الجريء حققت عوائد سالبة في عام 2015، وحققت كل من محفظتي الشجاع والمتوازن عوائد سالبة في كل من عامي 2015 و2018، أما محفظة المتحفظ فلم تحقق أي عوائد سالبة في العشر سنوات الأخيرة؛
- لقياس درجة المخاطر الكلية تم الاعتماد على الانحراف المعياري، حيث تتطوي محفظة الشجاع على أكبر نسبة مرتفعة من المخاطر، وهذا بناء على انحرافها المعياري المقدر بـ %07,29، تليها محفظة الجريء بنسبة جد متقاربة والتي قدرت بـ %7,21 ثم محفظة المتوازن التي سجلت مخاطر متوسطة قدرت بـ %05,50. في حين، أن نسبة المخاطرة في محفظة المتحفظ كانت منخفضة، و قدرت بـ %00,98؛

- التباين المشترك يعبر عن التغيرات بين معدل عائد محفظة السوق وعائد المحفظة، حيث سجلت محفظة الجريء أكبر قيمة بـ 0,0067، تليها محفظة الشجاع بقيمة 0,0044، ومن ثم محفظة المتحفظ بقيمة 0,0034، وأخيرًا محفظة المتوازن بتباين قدره 0,0025.
 - بما أن معامل بيتا لمحفظة السوق يساوي الواحد دائمًا فقد سجلت المحافظ محل الدراسة معاملات بيتا أقل من الواحد، وهذا يدل على أن مخاطر المحافظ الأربعة أقل من مخاطر محفظة السوق.
- يمكن تفسير النتائج أعلاه وفق الآتي:

1) تحقيق معدل عائد سالب لمحفظة الجريء عام 2015، ومحفظة الشجاع عامي 2015 و 2018، يرجع إلى تأثير أزمة الانهيار الحاد في أسعار النفط في الأسواق العالمية، وتداعياتها السلبية على معظم اقتصادات العالم ومن ضمنها الاقتصاد السعودي. وذلك من خلال تأثيرها على حركة قانون العرض والطلب ما نتج عنه ركود اقتصادي أدى إلى عزوف المستثمرين عن المخاطرة بأموالهم نتيجة المخاطر التي سيتحملونها عند الاستثمار في هذه السوق بسبب الانخفاض في أسعار الأدوات المالية، وعدم الرغبة في تحمل مخاطر إضافية لا تقابلها عوائد تعوض هذه المخاطر، حيث أصبح الكثير من المستثمرين يطلبون علاوة المخاطرة في الاستثمار تفوق ما تقدمه السوق كتأمين على المخاطر المحتملة.

2) يعود الارتفاع في المخاطر الكلية لكل من محفظة الشجاع والجريء إلى استثمارهما لأغلب أصولهما في صناديق عالية المخاطر، حيث تستثمر محفظة الشجاع 70% من أصولها في الصناديق عالية الخطر و 30% في صناديق متدنية المخاطر، أما محفظة الجريء فتوزع 90% من استثماراتها على صناديق عالية الخطر و 10% المتبقية في صناديق متدنية الخطر. كما يعود الانحراف المعياري المتوسط في محفظة المتوازن إلى استثمار 50% من أصولها في صناديق عالية الخطر، و 50% الأخرى في صناديق متدنية المخاطر أي بنسب متساوية. أما الانحراف المعياري المنخفض لمحفظة المتحفظ فيفسره استثمارها 10% من أصولها في صناديق عالية الخطر، و 90% من أصولها في صناديق متدنية الخطر.

2.4.2. اختبار فرضيات الدراسة وتحليل أثر التنوع على إدارة مخاطر المحفظة

1.2.4.2. اختبار فرضيات الدراسة

في هذا الجزء سيتم اختبار فرضيات الدراسة المصاغة بناء على إشكالية الدراسة، وذلك من خلال استخدام الأسلوب المناسب إحصائياً لتحليل العلاقة بين متغيرين.

وقد قمنا باستخدام أسلوب تحليل الانحدار الخطي البسيط Simple Régression، لمعرفة تأثير المتغير المستقل المتمثل في التنوع الاستثماري على المتغير التابع المتمثل في المخاطر الكلية المقاسة بالانحراف المعياري والمخاطر الغير نظامية المقاسة بمعامل بيتا.

يتم قبول أو رفض الفرضيات بمقارنة مستوى الدلالة الذي يتم حسابه مع مستوى الدلالة المعتمد، وهذا انطلاقاً من قاعدة القرار التي تنص على:

H0 : لا توجد علاقة ارتباط

H1 : توجد علاقة ارتباط

إذا كانت القيمة الاحتمالية المحسوبة أقل من 0,05، نرفض الفرضية H0 ونقبل الفرضية H1 ، أما إذا كانت القيمة الاحتمالية أكبر من 0,05 نقبل الفرضية H0، ونرفض الفرضية H1.

أولاً: اختبار الفرضية الأولى

نصت على: " توجد علاقة ارتباطية ذات دلالة إحصائية بين التنوع وإدارة المخاطر لمحظة الجريء عند مستوى دلالة 0,05. ويندرج تحت هذه الفرضية فرضيتين فرعيتين كالتالي:

• الفرضية الفرعية الأولى: توجد علاقة ارتباطية ذات دلالة إحصائية بين التنوع وإدارة المخاطر الكلية عند مستوى 0,05.

• الفرضية الفرعية الثانية: توجد علاقة ارتباطية ذات دلالة إحصائية بين التنوع وإدارة المخاطر النظامية عند مستوى 0,05.

قبل اختبار هذه الفرضية، نوضح التغيرات في معامل الارتباط بين أصول محظة الجريء ومعدلات الانحراف المعياري ومعاملات بيتا خلال السنة الأولى ثم خلال ثلاث سنوات، خمس سنوات، عشر سنوات ومنذ الإنشاء، هذه البيانات تستخدم في تحديد الانحدار البسيط للتنوع على إدارة المخاطر.

الجدول رقم (8.2): مؤشر التنوع ومؤشر إدارة مخاطر محظة الجريء

منذ الإنشاء	10 سنوات	5 سنوات	3 سنوات	سنة 1	
%92,70	%94,16	%93,32	%94,69	%79,30	معامل الارتباط بين أصول المحظة
0,95	0,91	0,86	0,83	0,73	معامل بيتا للمحظة = β
%13,45	%10,52	%10,86	%11,63	%5,90	معدل الانحراف المعياري = δ

المصدر: إعداد الطالبين اعتماداً على التقارير السنوية للرياض المالية.

الجدول رقم (9.2): نتائج الانحدار الخطي البسيط لدور التنوع في إدارة المخاطر الكلية لمحفظه الجريء

sig	T	المعاملات المعيارية	المعاملات غير معيارية		النموذج
		Beta	الانحراف المعياري	A	
0,112	-2,225		0 ,108	-0,239	الثابت
0,49	3,205	0,880	0,118	0,379	التنوع

المصدر: إعداد الطالبتين اعتمادا على الملحق رقم(6.2).

نلاحظ من خلال قراءة الجدول، أن القيمة الاحتمالية بلغت (0,049) وهي أقل من القيمة المعنوية المقدره بـ (0,05). وعليه، الفرضية الفرعية الأولى. وبالتالي، توجد علاقة ارتباط معنوية بين التنوع والمخاطر الكلية لمحفظه الجريء.

الجدول رقم (10.2): نتائج الانحدار الخطي البسيط لدور التنوع في إدارة المخاطر النظامية لمحفظه الجريء

sig	T	المعاملات المعيارية	المعاملات الغير معيارية		النموذج
		Beta	الانحراف المعياري	A	
0,879	-0,165		0 ,421	-0,069	الثابت
0,115	2,203	0,786	0,462	1,019	التنوع

المصدر: إعداد الطالبتين اعتمادا على الملحق رقم(6.2).

نلاحظ من خلال قراءة الجدول، أن القيمة الاحتمالية بلغت (0,115) وهي أكبر من القيمة المعنوية المقدره بـ (0,05)، وعليه فالفرضية الفرعية الثانية مرفوضة. وبالتالي، لا توجد علاقة ارتباط معنوية بين التنوع والمخاطر النظامية لمحفظه الجريء .

ثانيا: اختبار الفرضية الثانية

نصت على: "توجد علاقة ارتباطية ذات دلالة إحصائية بين التنوع وإدارة المخاطر لمحفظه الشجاع عند مستوى دلالة 0.05." ويندرج تحت هذه الفرضية فرضيتين فرعيتين كالتالي:

• الفرضية الفرعية الأولى: توجد علاقة ارتباطية ذات دلالة إحصائية بين التنوع وإدارة المخاطر الكلية عند مستوى 0,05.

• الفرضية الفرعية الثانية: توجد علاقة ارتباطية ذات دلالة إحصائية بين التنوع وإدارة المخاطر النظامية عند مستوى 0,05.

الفصل الثاني دراسة تطبيقية على عينة محافظ استثمارية بالسوق المالي السعودي للفترة

(2012 - 2021)

قبل اختبار الفرضية، نوضح التغيرات في معامل الارتباط بين أصول محفظة الشجاع ومعدلات الانحراف المعياري ومعاملات بيتا خلال السنة الأولى ثم خلال ثلاث سنوات، خمس سنوات، عشر سنوات ومنذ الإنشاء، هذه البيانات تستخدم في تحديد الانحدار البسيط للتنبؤ على إدارة المخاطر.

الجدول رقم (11.2) مؤشر التنوع ومؤشر إدارة مخاطر محفظة الشجاع

منذ الإنشاء	10 سنوات	5 سنوات	3 سنوات	سنة 1	
%92,01	%93,09	%91,76	%91,99	%75,18	معامل الارتباط بين أصول المحفظة
0,97	0,96	0,89	0,87	0,82	معامل بيتا للمحفظة = β
%10,75	%08,64	%08,56	%09,39	5,47	معدل الانحراف المعياري = δ

المصدر: إعداد الطالبتين اعتماداً على التقارير السنوية للرياض المالية.

الجدول رقم (12.2): نتائج الانحدار الخطي البسيط لدور التنوع في إدارة المخاطر الكلية لمحفظة الشجاع

Sig	T	المعاملات المعيارية	المعاملات غير المعيارية		النموذج
		Beta	الانحراف المعياري	A	
0,189	-1,692		0,064	-0,108	الثابت
0,056	3,042	0,869	0,072	0,218	التنوع

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على الملحق رقم (7.2).

نلاحظ من خلال قراءة الجدول، أن القيمة الاحتمالية بلغت (0,056) وهي أكبر من القيمة المعنوية المقدرة بـ (0,05). وعليه، فالفرضية الفرعية الأولى مرفوضة. وبالتالي، لا توجد علاقة ارتباط معنوية بين التنوع و المخاطر الكلية لمحفظة الشجاع.

الجدول رقم (13.2): نتائج الانحدار الخطي البسيط لدور التنوع في إدارة المخاطر النظامية لمحفظة الشجاع

sig	T	المعاملات المعيارية	المعاملات الغير معيارية		النموذج
		Beta	الانحراف المعياري	A	
0,288	1,289		0,271	0,350	الثابت
0,134	2,041	0,762	0,304	0,621	التنوع

المصدر: إعداد الطالبتين اعتماداً على الملحق رقم (7.2).

نلاحظ من خلال قراءة الجدول، أن القيمة الاحتمالية بلغت (0.134) وهي أكبر من القيمة المعنوية المقدرة بـ (0,05). وعليه فالفرضية الفرعية الثانية مرفوضة. وبالتالي، لا توجد علاقة ارتباط معنوية بين التنوع والمخاطر النظامية لمحفظه الشجاع .

ثالثاً: اختبار الفرضية الثالثة

تنص على: "توجد علاقة ارتباطية ذات دلالة إحصائية بين التنوع وإدارة المخاطر لمحفظه المتوازن عند مستوى دلالة 0,05". ويندرج تحت هذه الفرضية فرضيتين فرعيتين كالتالي:

• الفرضية الفرعية الأولى: توجد علاقة ارتباطية ذات دلالة إحصائية بين التنوع وإدارة المخاطر الكلية عند مستوى دلالة 0,05.

• الفرضية الفرعية الثانية: توجد علاقة ارتباطية ذات دلالة إحصائية بين التنوع وإدارة المخاطر النظامية عند مستوى دلالة 0,05.

قبل اختبار الفرضية، نوضح التغيرات في معامل الارتباط بين أصول محفظه المتوازن ومعدلات الانحراف المعياري ومعاملات بيتا خلال السنة الأولى ثم خلال ثلاث سنوات، خمس سنوات، عشر سنوات ومنذ الإنشاء، هذه البيانات تستخدم في تحديد الانحدار البسيط للتنوع على إدارة المخاطر.

الجدول رقم (14.2): مؤشر التنوع ومؤشر إدارة مخاطر محفظه المتوازن

منذ الإنشاء	10 سنوات	5 سنوات	3 سنوات	السنة 1	
90,15%	92,15%	90,43%	90,66%	76,54%	معامل الارتباط بين أصول المحفظه
1,01	1,02	0,93	0,91	0,91	معامل بيتا للمحفظه = β
07,91%	06,38%	06,11%	6,66%	04,26%	معدل الانحراف المعياري = δ

المصدر: إعداد الطالبتين اعتماداً على التقارير السنوية لمحفظه المتوازن للرياض المالية.

الجدول رقم (15.2): نتائج الانحدار الخطي البسيط لدور التنوع في إدارة المخاطر الكلية لمحفظه المتوازن

sig	T	المعاملات المعيارية	المعاملات غير معيارية		النموذج
		Beta	الانحراف المعياري	A	
0,262	-1,377		0, 060	-0,083	الثابت
0,094	2,422	0,813	0,068	0,165	التنوع

المصدر: إعداد الطالبتين اعتمادا على الملحق رقم(8.2).

نلاحظ من خلال قراءة الجدول، أن القيمة الاحتمالية بلغت (0.094)، وهي أكبر من القيمة المعنوية المقدر بـ (0.05)، وعليه فالفرضية الفرعية الأولى مرفوضة. وبالتالي، لا توجد علاقة ارتباط معنوية بين التنوع و المخاطر الكلية لمحفظه المتوازن.

الجدول رقم (16.2) : نتائج الانحدار الخطي البسيط لدور التنوع في إدارة المخاطر النظامية لمحفظه المتوازن

sig	T	المعاملات غير المعيارية		النموذج	
		المعاملات المعيارية	المعاملات غير المعيارية		
		Beta	الانحراف المعياري	A	
0,218	1,552		0,367	0,570	الثابت
0,370	1,053	0,520	0,416	0,439	التنوع

المصدر: إعداد الطالبتين اعتمادا على الملحق رقم(8.2).

نلاحظ من خلال قراءة الجدول، أن القيمة الاحتمالية بلغت(0,370) وهي أكبر من القيمة المعنوية المقدر بـ(0,05)، وعليه فالفرضية الفرعية الثانية مرفوضة. وبالتالي، لا توجد علاقة ارتباط معنوية بين التنوع والمخاطر النظامية لمحفظه المتوازن.

رابعا: اختبار الفرضية الرابعة

● نصت على: توجد علاقة ارتباطية ذات دلالة إحصائية بين التنوع وإدارة المخاطر لمحفظه المتحفظ عند مستوى دلالة 0.05. و يندرج تحت هذه الفرضية فرضيتين فرعيتين كالتالي:

الفرضية الفرعية الأولى: توجد علاقة ارتباطية ذات دلالة إحصائية بين التنوع وإدارة المخاطر الكلية عند مستوى دلالة 0,05.

● الفرضية الفرعية الثانية: توجد علاقة ارتباطية ذات دلالة إحصائية بين التنوع وإدارة المخاطر النظامية عند مستوى دلالة 0,05.

قبل اختبار الفرضية، نوضح التغيرات في معامل الارتباط بين أصول محفظه المتحفظ ومعدلات الانحراف المعياري ومعاملات بيتا خلال السنة الأولى ثم خلال ثلاث سنوات، خمس سنوات، عشر سنوات ومنذ الإنشاء، هذه البيانات تستخدم في تحديد الانحدار البسيط للتنوع على إدارة المخاطر.

الفصل الثاني دراسة تطبيقية على عينة محافظ استثمارية بالسوق المالي السعودي للفترة
(2012 - 2021)

الجدول رقم (17.2): مؤشر التنوع ومؤشر إدارة مخاطر محفظة المتحفظ

منذ الإنشاء	10 سنوات	5 سنوات	3 سنوات	سنة 1	
%49,79	%59,27	%29,83	%30,42	%56,48	معامل الارتباط بين أصول المحفظة
01,00	0,90	0,79	0,89	0,78	معامل بيتا للمحفظة = β
%02,05	%01,17	%01,21	%01,42	%01,07	معدل الانحراف المعياري = δ

المصدر: إعداد الطالبتين اعتمادا على التقارير السنوية لمحفظة المتحفظ الرياض المالية.

الجدول رقم (18.2): نتائج الانحدار الخطي البسيط لدور التنوع في إدارة المخاطر الكلية لمحفظة المتحفظ

Sig	t	المعاملات المعيارية	المعاملات غير معيارية		النموذج
		Beta	الانحراف المعياري	A	
0,147	1,942		0,008	0,015	الثابت
0,922	- 0,106	-0,061	0,016	-0,002	التنوع

المصدر: إعداد الطالبتين اعتمادا على الملحق رقم (9.2).

نلاحظ من خلال قراءة الجدول، أن القيمة الاحتمالية بلغت (0.922)، وهي أكبر من القيمة المعنوية المقدر بـ (0.05)، وعليه فالفرضية الفرعية الأولى مرفوضة. وبالتالي، لا توجد علاقة ارتباط معنوية بين التنوع والمخاطر الكلية لمحفظة المتحفظ.

الجدول رقم (19.2): نتائج الانحدار الخطي البسيط للمخاطر النظامية لمحفظة المتحفظ

sig	T	المعاملات المعيارية	المعاملات غير معيارية		النموذج
		Beta	الانحراف المعياري	A	
0,017	4,816		0,170	0,819	الثابت
0,768	0,323	0,183	0,363	0,117	التنوع

المصدر: إعداد الطالبتين اعتمادا على الملحق رقم (9.2).

نلاحظ من خلال الجدول أن القيمة الاحتمالية بلغت (0.768)، وهي أكبر من القيمة المعنوية المقدره بـ (0.05)، وعليه فالفرضية الفرعية الثانية مرفوضة. وبالتالي، لا توجد علاقة ارتباط معنوية بين التنوع والمخاطر النظامية لمحفظه المتحفظ.

2.4.2.2. تحليل ومناقشة نتائج الدراسة

أولاً: عرض نتائج الدراسة

انطلاقاً من أهداف البحث لتعرف على دور التنوع في إدارة مخاطر المحفظه الاستثمارية، وبناء على ما توصلت إليه الدراسة التطبيقية يمكن تلخيص نتائج الدراسة فيما يلي:

تجدر الإشارة قبل تحليل وتفسير النتائج المتحصل عليها إلى بعض المعطيات الواجب أخذها بعين الاعتبار عند تحليل أثر التنوع على إدارة الخطر، تتمثل هذه المعطيات في حالات معامل الارتباط لأصول المحفظه المختلفه وهي: معامل الارتباط هو درجة التناغم بين سلوك العوائد أصول المحفظه ويقاس بمعامل إحصائي تقع قيمته بين (+1) و (-1)، فكلما كان الارتباط بين عوائد المحفظه أقرب إلى (-1) يكون التنوع أفضل ويعطي نتائج جيدة في تخفيض المخاطر، أما كان الارتباط أقرب إلى (+1) يكون التنوع ذو أثر محدود جداً وتكون درجة انخفاض المخاطر قليلة، أي أن فعالية التنوع الاستثماري في تخفيض المخاطر تتوقف على درجة الترابط بين أصول المحفظه.

- بالنسبة لمعامل بيتا

- إذا كان معدل معامل بيتا للمحفظه الاستثمارية أكبر من الواحد هذا يعني أن مخاطر المحفظه أقل من مخاطر السوق الذي تنشط فيه؛
- إذا كان معدل معامل بيتا للمحفظه الاستثمارية أقل من الواحد، هذا يعني أن مخاطر هذه المحفظه أقل من مخاطر السوق الذي تنشط فيه؛
- إذا كان معدل معامل بيتا للمحفظه الاستثمارية يساوي تماماً الواحد، فهذا يعني أن مخاطر هذه المحفظه تساوي مخاطر السوق الذي تنشط فيه.

وتبعاً لذلك، نستنتج أن مخاطر المحافظ أقل من مخاطر السوق.

(1) للتنوع علاقة بإدارة المخاطر الكلية لمحفظه الجريء، ولكن لم يكن له دور في التقليل من المخاطر الكلية. ويعود السبب في ذلك إلى أن التنوع غير كفاء، ولم يسهم في امتصاص مخاطر هذه المحفظه. وهذه النتيجة منطقية لأن معاملات الارتباط للمحفظه كانت موجبة وقريبة من الواحد، أي أن الأدوات المشكله للمحفظه متشابهه من حيث العوائد والمخاطر.

(2) لا توجد علاقة بين التنوع وإدارة المخاطر الكلية لمحفظه الشجاع، أي أن التنوع لم يكن له دور في تخفيض المخاطر الكلية.

3) لا توجد علاقة بين التنويع وإدارة المخاطر الكلية لمحفظه المتوازن، أي أن التنويع لم يكن له دور في تخفيض المخاطر الكلية بغض النظر هل كفاء أم ضعيف.

4) لا توجد علاقة بين التنويع وإدارة المخاطر الكلية لمحفظه المتحفظ، أي لم تنعكس سياسة التنويع على المخاطر، ويعود السبب في ذلك إلى أن التنويع لم يكن كفاء أي أن إدارة المحفظه قامت باتخاذ قرارات غير سليمة، مثل الاستثمار في أوراق مالية غير جيدة أو اعتماد المحفظه على التنويع الساذج أي اختيار استثمارات عشوائيا بدون دراسة حجم المخاطر الذي تتعرض لها هذه الاستثمارات.

5) لم يكن للتنويع دور في تجنب المخاطر المنتظمة لجميع محافظ الدراسة ككل. وهذه النتيجة تتوافق مع النظرية المالية والتي تقر بعدم إمكانية تخفيض المخاطر النظامية عن طريق التنويع.

ثانياً: مناقشة وتفسير نتائج الدراسة

بعد أن قمنا باستخلاص نتائج الدراسة، نقوم بمناقشتها ومقارنتها مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة:

1) التنويع لم يساهم في تخفيض مخاطر المحافظ الاستثمارية: هذه النتيجة تختلف مع نتيجة دراسة غالبية ملوك التي بينت أن التنويع الدولي الذي يعد شكلا من أشكال التنويع يحسن من خصائص المحفظه والمتمثلة في العائد والخطر أي يقلل من الخطر ويزيد من العائد.

2) يختلف دور التنويع في إدارة مخاطر المحافظ الاستثمارية من محفظه لأخرى: تتفق هذه النتيجة مع دراسة داليا عنان حلمي عبد العزيز إذ بينت أن هناك فروق في سياسة تنويع المحافظ الاستثمارية نسبة إلى نوع هيئة إدارة المحافظ، لأن التنويع في البنوك يؤثر على أداء المحفظه الاستثمارية، ولكن لا يؤثر على أدائها في شركات التأمين.

3) هناك عوامل أخرى تؤثر في إدارة المخاطر وتخفيضها: تتفق النتيجة مع دراسة معتوق جمال إذ توصلت إلى ضرورة إدراج المشتقات المالية في أسواق الأوراق المالية، للتقليل من حدة المخاطر المالية في هذه الأسواق.

4) عدم محدودية المخاطر بالتنويع لم يؤثر بشكل كامل على مخاطر المحافظ محل الدراسة: هنا الدراسة تختلف مع دراسة إلياس خضر الحمدوني، إذ أن التنويع فيها كان فعالا وذو أثر واضح في تخفيض مخاطر المحفظه الكلية والمخاطرة وبشكل متساوي في كل القطاعات التي تشكل المحافظ الاستثمارية. إضافة إلى أن المخاطر الكلية تساوي المخاطر المنتظمة.

5) هناك علاقة طردية بين العائد والخطر حيث كلما زاد العائد يزيد الخطر وهذه النتيجة تتفق مع ما توصلت إليه بلعزوز بن علي، نعاس مريم نجاه إذ توصلت إلى أن هناك علاقة ايجابية بين العوائد والمخاطر في بورصة الجزائر لمدة الدراسة فارتفاع وانخفاض مؤشر البورصة مرتبط بارتفاع وانخفاض التذبذب بالعوائد.

6) التنويع لم يساهم في تخفيض مخاطر المحافظ الاستثمارية: هذه النتيجة تتفق مع نتيجة دراسة آفين فائق التي توصلت إلى أن التنويع لا يساهم في تخفيض مخاطر المحافظ المكونة لعينة الدراسة مجتمعة.

7) طريقة المعالجة لموضوع التنويع وإدارة المخاطر، اتفقت دراستنا مع دراسة غالبية ملوك في اعتمادها على درجة الارتباط بين أصول المحفظة في دراسة دور التنويع في إدارة مخاطر المحفظة في حين أن بعض الدراسات لم تعتمد على معامل الارتباط بين أصول المحفظة في دراسة هذه العلاقة.

الفصل الثاني دراسة تطبيقية على عينة محافظ استثمارية بالسوق المالي السعودي للفترة (2012 - 2021)

خلاصة الفصل

هدف الفصل إلى توضيح إمكانية الاستفادة من التنوع في تجنب المخاطر، وذلك باستخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط انطلاقاً من قياس درجة تنوع ودرجة مخاطر المحافظ المدروسة وتحليل وتفسير النتائج التي تم التوصل إليها، ومن خلال ذلك توصلنا إلى رفض جميع فرضيات الدراسة، وذلك لوجود علاقة طردية بين مكونات التنوع والمخاطر، ويرفض هذه الفرضيات يمكن استنتاج أن التنوع لم يسهم في تجنب مخاطر المحافظ محل الدراسة.



الخاتمة

تناولت هذه الدراسة موضوعاً من أهم المواضيع التي أخذت حيزاً هاماً في الدراسات المالية، تمثل في التنويع الاستثماري وأثره على إدارة مخاطر المحافظ الاستثمارية. نوقش هذا الموضوع من خلال الإجابة عن الإشكالية الرئيسية للدراسة والتي تمحورت حول إمكانية الاستفادة من التنويع الاستثماري في تخفيض مخاطر المحافظ، من خلال فصلين فصل نظري وفصل تطبيقي.

المحافظ الاستثمارية تعد من أكثر الأدوات التي أخذت حيزاً هاماً في الدراسات المالية، الاستثمار فيها له وجهان وجه يمثل العائد الذي يمكن تحقيقه والوجه الآخر يمثل المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر وبالتالي فإن القرار الاستثماري يتم اتخاذه في ضوء العائد والمخاطرة.

إن جوهر العملية الاستثمارية يتمثل في تحقيق عوائد مرضية ومخاطر أقل وهذه الأخيرة لا تتحقق عن طريق الحدس والتوقعات وإنما من خلال الاعتماد على أساليب ونماذج من شأنها جعل المخاطر في أدنى قيمة لها. ويمكن تحقيق ذلك بالتنويع أي تنويع أصول المحفظة بين استثمارات متدنية المخاطر واستثمارات عالية المخاطر، ويرجع استخدام تقنية التنويع في بناء المحافظ نظراً لتزايد أهميته في إدارة المخاطر المصاحبة للاستثمار وتخفيضها دون أن يترتب على ذلك تأثير كبير على حجم العائد، بصفة عامة يمكن القول أن درجة التنويع تقوم على تعدد الأدوات لاستثمارية للمحفظة فكلما زادت درجة التنويع انخفضت مخاطر المحافظ الاستثمارية مع مراعاة درجة الارتباط بين أصول المحفظة.

أولاً: نتائج الدراسة

بين الجانب النظري والتطبيقي للدراسة، يمكن إجمال النتائج التالية:

1) النتائج النظرية

- التنويع الاستثماري هو عملية دمج الأصول بطريقة تقلل من المخاطر وتعظيم العائد.
- يساهم التنويع في إدارة المحافظ الاستثمارية من خلال تدنية المخاطر وتعظيم العائد.
- تأثير التنويع على أصول المحفظة يتوقف على درجة الارتباط بين أصول المحفظة.
- المحفظة الاستثمارية هي تشكيلة من الأصول المالية والحقيقية الهدف من تكوينها هو تحقيق الأرباح وتقليل المخاطر.
- الاستثمار في المحفظة له وجهان وجه يمثل العائد والوجه الآخر يمثل الخطر وعلى أساسهما يتم تحديد السياسة المتبعة في إدارة مخاطر المحفظة.

(2) النتائج التطبيقية

- بما أن معامل بيتا للمحافظ الأربعة محل الدراسة أقل من الواحد، فهذا يعني أن مخاطر المحافظ أقل من مخاطر السوق.
- للتنوع الاستثماري علاقة بإدارة المخاطر الكلية لمحفظه الجريء، ولكن لم يكن له دور في التقليل من المخاطر الكلية ويعود السبب في ذلك إلى أن التنوع لم يكن كفاء ولم يساهم في امتصاص مخاطر هذه المحفظة. وهذه النتيجة منطقية لأن معاملات الارتباط للمحفظة كانت موجبة وقريبة من الواحد أي أن الأدوات المشكلة للمحفظة متشابهة من حيث العوائد والمخاطر.
- للتنوع الاستثماري علاقة بإدارة المخاطر الكلية لمحفظه الشجاع ولكن لم يكن له دور في التقليل من المخاطر الكلية، وذلك لوجود علاقة طردية بين التنوع والمخاطر الكلية ويعود السبب في ذلك إلى أن التنوع لم يكن كفاء وبالتالي لم يساهم في امتصاص مخاطر هذه المحفظة. وهذه النتيجة منطقية مقارنة بمعاملات الارتباط للمحفظة في الفترات الزمنية المحددة، والتي كانت موجبة وقريبة من الواحد، أي أن الأدوات المشكلة للمحفظة متشابهة من حيث العوائد والمخاطر.
- لا توجد علاقة بين التنوع الاستثماري وإدارة المخاطر الكلية لمحفظه المتوازن، أي أن التنوع لم يكن له دور في تخفيض المخاطر الكلية بغض النظر هل كان كفاء أم ضعيف.
- لا توجد علاقة أي لم تنعكس سياسة التنوع على المخاطر، ويعود السبب في ذلك إلى أن التنوع لم يكن كفاء أي أن إدارة المحفظة قامت باتخاذ قرارات غير سليمة، مثل الاستثمار في أوراق مالية غير جيدة أو اعتماد المحفظة على التنوع الساذج أي اختيار استثمارات عشوائيا بدون دراسة حجم المخاطر الذي تتعرض لها هذه الاستثمارات.
- لم يكن للتنوع الاستثماري دور في تجنب المخاطر المنتظمة لجميع محافظ الدراسة ككل. وهذه النتيجة تتوافق مع النظرية المالية، والتي تقر بعدم إمكانية تخفيض المخاطر النظامية عن طريق التنوع.
- لكل نوع من مخاطر المحفظة طريقة لقياسه، حيث أنه يتم قياس المخاطر الكلية باستخدام الانحراف المعياري والمخاطر المنتظمة بمعامل بيتا.
- الهدف الأول والأخير من تكوين المحفظة هو الوصول على المحفظة المثلى التي تحقق أعلى عائد في ظل مستوى معين من المخاطرة.
- تتنوع وتختلف السياسات المتبعة من قبل مدراء المحافظ التابعة للرياض المالية بين الهجومية والدفاعية والمتوازنة.

• طبقت هذه الدراسة أسلوب الانحدار الخطي البسيط على المحافظ قيد الدراسة في السوق المالي السعودي، وذلك لدراسة دور التنويع في غدارة مخاطر المحفظة الاستثمارية، وأظهرت النتائج انه رغم اتباع المحافظ قيد الدراسة لسياسة تنويع جيدة إلا أن التنويع لم يساهم في تخفيض درجة المخاطر في المحافظ بشكل كافي.

ثانياً: الاقتراحات

بناء على النتائج التطبيقية المتوصل إليها، يمكن الخروج بجملة من الاقتراحات نجملها فيمايلي:

- 1) قبل اتخاذ مدير المحفظة لأي قرار استثماري لا بد من دراسة الفرص المتاحة في السوق بدقة، وذلك بالاستعانة بالمستشارين الماليين ذوو الخبرة والكفاءة اللازمة.
- 2) العمل على استخدام الأساليب العلمية الصحيحة لتحديد خيارات المستثمرين؛
- 3) ضرورة الاستثمار في البورصات الدولية لأن التنويع الدولي يخفض من المخاطر المنتظمة التي لا يمكن للتنويع المحلي تخفيضها؛
- 4) ضرورة تحديد درجة المخاطرة التي يمكن لمدير المحفظة تحملها قبل أي قرار استثماري؛
- 5) ضرورة تحديد مستوى العائد الذي يرغب مدير المحفظة في تحقيقه؛
- 6) يجب على مدراء المحافظ مراعاة معامل الارتباط بين مكونات المحفظة ومحاولة تخفيضه لأدنى حد ممكن، بغية التقليل من المخاطر التي تتعرض لها المحفظة؛
- 7) العمل على تنويع الأصول الاستثمارية من خلال تكوين المحافظ وتقييمها بشكل دوري واستخدام الأصول الاستثمارية التي تتلاءم و طبيعة عمل مجتمع الدراسة؛
- 8) بالنسبة لمحفظتي المتوازن والمتحفظ نوصي ضرورة إعادة النظر في هيكله التنويع ليصبح أكثر مثالية، بحيث يتم تحسين التنويع بما يخفض المخاطر ويزيد العائد؛
- 9) بالنسبة لمحفظتي الجريء والشجاع نوصي بضرورة إتباع نفس استراتيجية التنويع، حيث أن التنويع فيهما مثالي وساهم في تجنب المخاطر.

ثالثاً: آفاق الدراسة

لا يزال موضوع إدارة مخاطر المحافظ الاستثمارية والتنويع يحتاج إلى دراسات ونتائج من شأنها توضيح فكرة التنويع في المحافظ الاستثمارية. ومن أهم المواضيع التي يمكن اقتراحها للدراسة مستقبلاً تبعا للموضوع الذي تناولناه:

- 1) دور التنويع الدولي في إدارة مخاطر المحفظة الاستثمارية.
- 2) فاعلية التنويع في تدنية المخاطر في البنوك الإسلامية.
- 3) أثر التنويع على خصائص المحافظ الاستثمارية في بورصة الجزائر
- 4) أثر التنويع على عوائد أسهم المحافظ الاستثمارية
- 5) دور التنويع الاستثماري في تخفيض المخاطر غير المنتظمة للمحفظة الاستثمارية

قائمة المراجع

أولاً: الكتب

- 1) أحمد أبو موسى رسمية، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المعترف للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
- 2) أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- 3) أحمد محمد دريد، الاستثمار قراءة في المفاهيم والأنماط والمحددات، الطبعة الأولى، دار أمجد للنشر والتوزيع، الأردن، 2016.
- 4) أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2004.
- 5) دروان شموط، منجو عبود كنجو، أسس الاستثمار دون طبعة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008.
- 6) دريد آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، بدون طبعة دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 7) زياد رمضان، مبادئ الاستثمار (الحقيقي والمالي)، دار وائل للنشر، الأردن، 1998.
- 8) طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 9) طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر: إدارات شركات بنوك، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- 10) طلال الكداوي، تقييم القرارات الاستثمارية، دون طبعة، دار اليازوري، الأردن، 2008.
- 11) ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر، الأردن، 2011.
- 12) موسى نوري شقيري، محمود إبراهيم، وآخرون، إدارة المخاطر، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
- 13) محمد الصيرفي، البورصات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006.
- 14) محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 15) محمد عوض جواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- 16) محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات - أسواق - بورصات، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- 17) منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، دون الطبعة منشأة المعارف، مصر، 1999.
- 18) معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003.

- 19) محمد صالح جابر ، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن 2005.
- 20) نازم محمد نوري الشمري، فاضل البياتي، أحمد زكريا صيام، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، الطبعة الأولى، دار وائل، الأردن، 1999.
- 21) سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم؟:حالة سلطنة عمان، الطبعة الأولى، دار الرياءة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
- 22) سمير الخطيب، قياس وإدارة المخاطر بالبنوك، دار الناشر منشأ المعارف، مصر، 2005.
- 23) عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الاقتصادي والتحليل المالي ومتطلبات تطويرها، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.
- 24) عبد القادر متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 25) عبد الغفار حنفي، استراتيجية الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2007.
- 26) عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.

ثانياً: أطروحات و مذكرات

أ- أطروحات الدكتوراه

- 1) أمينة بديار، فعالية التنوع الاقتصادي والاستثماري في إدارة مخاطر السوق المالية- دراسة مقارنة بين بورصتي المغرب والجزائر-، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة عبد الحميد ابن باديس -مستغانم-، الجزائر، 2019.
- 2) جمال معتوق، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية، دراسة مقارنة بين سوقين ماليين، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة محمد بوضياف-المسيلة-، الجزائر، 2016.
- 3) حسام بن فريحة، بناء وتسيير المحافظ الاستثمارية في إطار فرضيات الكفاءة الغير كاملة لأسواق رأس المال، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة جيلالي اليابس - سيدي بلعباس-، الجزائر، 2021.
- 4) محمد علي محمد علي، إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية (مدخل لتعظيم القيمة)، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة القاهرة، مصر، 2005.
- 5) سليمة حشايشي، نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية -دراسة قياسية -، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة فرحات عباس، -سطنبول-، الجزائر، 2018.

ب- مذكرات الماجستير

- 1) بشار الشعراني، التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالية)، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة دمشق، سوريا، 2015.

- (2) داليا عنان حلمي عبد العزيز، التنوع وأثره على أداء المحافظ الاستثمارية في فلسطين، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة النجاح الوطنية- نابلس-، فلسطين، 2018.
- (3) لورين ابراهيم القاضي، أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك لتجارية- دراسة اختبارية على البنوك التجارية الأردنية-، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، -جامعة الشرق الأوسط-، فلسطين، 2016.
- (4) منية خرياش، أثر مخاطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية،- مذكرة ماجستير (غير منشورة)،-جامعة قاصدي مباح-ورقلة-، الجزائر، 2012.
- (5) عمان محصول، تسيير محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية، مذكرة مقدمة ضمن مستحقات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية علوم التسيير، تخصص علوم التسيير -جامعة جيجل- الجزائر، 2007/2006
- (6) سارة بوزيد، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري دراسة حالة بنك BNP PARIBAS، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة منتوري -قسنطينة-، الجزائر، 2007.
- (7) سمية بلجبلية، أثر التضخم على عوائد الأسهم-دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة-، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، - جامعة منتوري- قسنطينة-، الجزائر، 2010.
- (8) سعيدة تلي، التنبؤ بالمر دودية لتسيير المحفظة المالية دراسة قياسية لأسهم المسعرة في بورصة تونس، مذكرة ماجستير (غير منشورة) ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، قسم علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مباح - ورقلة-الجزائر، 2009/2008.
- (9) عادل سلمان، دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، ، جامعة محمد خيضر - بسكرة -الجزائر، 2014/2013.

ج- دراسات منشورة

- (1) عبد الرؤوف رابعة، بناء المحافظ الاستثمارية وإدارة الاستثمار في الأسهم بين العوائد والمخاطر، هيئة الأوراق المالية، 2005.
- (2) سامي حطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، منشورات هيئة الأوراق المالية والسلع، 2007.
- ثالثا: المقالات
- (1) عفر زيد عبد الزهرة، إدارة المحفظة الاستثمارية المثلى: بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 32، مجلد 14، جامعة الكوفة، 2016.
- (2) حمزة بالي، مصعب بالي، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، مجلة رؤى الاقتصادية، العدد3، جامعة -الوادي- كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2012.
- (3) مهند عبد الرحمن سلمان، تحليل ومناقشة العائد والمخاطرة في ظل قرار التوليفة المثلى للمنتجات، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد48، 2016.

- (4) نعمة حيدر الفرجي، أثر التنوع الدولي في عائد ومخاطر المحفظة الدولية، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد16، الجامعة المستنصرية، 2008.
- (5) عبد القادر بوشامي، محمد البشير بن أعر، دراسة الخطر والعائد في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى باستخدام أسلوب البرمجة التربيعية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية المجلد15، العدد02، جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي الجزائر، 2021.
- (6) عمر عبو، ربيعة عبو، نبيل بوفليح، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية، مجلة التنمية الاقتصاد التطبيقي، العدد الأول، جامعة المسيلة، 2017.
- (7) ربيعة عبو، أثر خطر الصرف على خصائص المحفظة الاستثمارية- بناء محفظة أسهم دولية في سوق السعودية باستخدام البرمجة التربيعية-، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد08، العدد الأول، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2022.
- (8) ربيعة عبو، هدى عبو، سياسات واستراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على محافظ بنك الرياض بالسعودية، 14، جامعة حسيبة بن بوعلي، سطيف، الجزائر، 2017.

رابعاً: الملتقيات

- (1) سليمة حشايشي، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس - سطيف - يومي 20-21 أكتوبر 2009.

خامساً: التقارير والوثائق

- (1) هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، 2021 .
- (2) الرياض المالية، التقرير السنوي، 2021.

سادساً: المواقع الالكترونية

- (1) الموقع الرسمي هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 1441-1442هجري (2022ميلادي)، متوفر ضمن الرابط: www.cma.org.sa
- (2) الموقع الرسمي الرياض المالية ، صندوق الرياض الجريء، بالنظر إلى الموقع: <http://www.riyadcapital.com>
- (3) الموقع الرسمي الرياض المالية ، صندوق الرياض الشجاع ، بالنظر إلى الموقع: <http://www.riyadcapital.com>
- (4) الموقع الرسمي الرياض المالية، صندوق الرياض المتوازن، بالنظر إلى الموقع: <http://www.riyadcapital.com>
- (5) الموقع الرسمي الرياض المالية، صندوق الرياض المتحفظ، بالنظر إلى الموقع: <http://www.riyadcapital.com>
- (6) هيئة السوق المالية، الموقع الرسمي لهيئة السوق المالية، أهداف فتح سوق الأسهم السعودية أمام الاستثمار الأجنبي، بالنظر إلى الموقع: www.cma.org.sa
- (7) الموقع الرسمي لهيئة السوق المالية السعودية (الاستثمار في سوق الأسهم)، متوفر على الرابط: www.cma.org.sa

<https://www.bts-academy.com//>
<https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/38556293>
<https://www.Saudiexchange.sa//>
<https://mafahem.com//sl-8467>

سابعا: المراجع باللغة الأجنبية -

- 1) Adrien Bénarde Et Anne-Lise Fontane, **La Gestion Des Risques Dans L'entreprise: Management de l'incertitude**, Eyrolles, paris , France, 1994.
- 2) Bernard Barthélemy, Jean-Paul Louisot, Jacques qui bel, **Gestion des risques-Méthode D'optimisation Globale**, 2eme édition, Edition d'organisation, paris, France, 2002.
- 3) Meir Stat man, **I Low many stocks make à Diversified Portfolio** , in journal of financial and quantitative analysis, Vol 22no 03,September 1987.
- 4) Zvi Bodie, Robert Merton, **Finance, 3ème Édition Distribution nouveau Horizons**, paris, 2011.
- 5) Jules Sadefo Kamdem, **Méthodes analytiques Pour le Risque des Portefeuilles Financiers**, Thèse de doctorat, Mathématiques, L'université de Reims champagne Ardenne, 2004.
- 6) Noel Amenc, Veronique le sourd, **Portfolio theory and performance analysis**, Wiley finance series, En gland, 2003.
- 7) Abu-Bakr Ali khedr bkhith, Emad aldeen Essa Eshag ,**the impact of Financial Diversification on securities Return and Liquidity**, An Applied study bin Khartoum stock exchange-Sudan, 2019.

الملاحق

الملاحق رقم (1.1): العوائد السنوية لمحفظه الجريء

السنوات	عائد المحفظة
2012	%13,38
2013	%22,17
2014	%05,26
2015	%-03,37
2016	%2,35
2017	%15,52
2018	%-11,28
2019	%17,58
2020	%10,32
2021	%11,62

المصدر: التقرير السنوي لمحفظه الجريء 2021.

الملاحق (2.2): العوائد السنوية لمحفظه الشجاع

السنوات	عائد المحفظة
2012	%11,02
2013	%17,69
2014	%04,42
2015	%-04,69
2016	%01,35
2017	%13,42
2018	%-04,82
2019	%13,61
2020	%08,46
2021	%06,71

المصدر: التقرير السنوي لمحفظه الشجاع 2021.

الملحق رقم (3.2): العوائد السنوية لمحفظه المتوازن

السنوات	عائد المحفظة
2012	8,51%
2013	13,82%
2014	3,33%
2015	-2,52%
2016	2,18%
2017	11,22%
2018	-2,66%
2019	9,72%
2020	10,27%
2021	3,16%

المصدر: التقرير السنوي لمحفظه المتوازن 2021.

الملحق رقم(4.2): العوائد السنوية لمحفظه المتحفظ

السنوات	عائد المحفظة
2012	2,42%
2013	3,16%
2014	1,15%
2015	0,04%
2016	1,52%
2017	2,91%
2018	1,99%
2019	2,73%
2020	2,20%
2021	0,45%

المصدر: التقرير السنوي لمحفظه المتحفظ لعام 2021.

الملحق رقم (5.2): العوائد السنوية لمحفظه السوق

السنوات	عائد المحفظة
2012	%05,98
2013	%25,50
2014	%-02,37
2015	%-17,06
2016	%04,32
2017	%02,22
2018	%08,31
2019	%07,19
2020	%03,58
2021	%29,83

المصدر: الموقع الرسمي للسوق المالي السعودي.

الملحق رقم (6.2): نتائج التحليل الإحصائي لمحفظه الجريء

1. نتائج التحليل الإحصائي لمعامل بيتا

Variables introduites/supprimées^a

Modèle	Variables introduites	Variables supprimées
1	التنوع ^b	.

a. Variable dépendante : بيت معامل

b. Toutes variables requises saisies.

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,786 ^a	,618	,491	,06005

a. Valeurs prédites : (constantes), التنوع

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1 Régression	,018	1	,018	4,854	,115 ^b
1 Résidu	,011	3	,004		
Total	,028	4			

a. Variable dépendante : بيتا معامل

b. Valeurs prédites : (constantes), التنوع

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	A	Erreur standard	Bêta		
1 (Constante)	-,069	,421		-,165	,879
1 التنوع	1,019	,462	,786	2,203	,115

2. نتائج التحليل الإحصائي للانحراف المعياري

Variables introduites/supprimées^a

Modèle	Variables introduites	Variables supprimées	Méthode
1	التنوع ^b	.	Entrée

a. Variable dépendante : المعياري الانحراف

b. Toutes variables requises saisies.

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,880 ^a	,774	,699	,01535

a. Valeurs prédites : (constantes), التنوع

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1 Régression	,002	1	,002	10,274	,049 ^b
1 Résidu	,001	3	,000		
Total	,003	4			

a. Variable dépendante : المعياري الانحراف

b. Valeurs prédites : (constantes), التنوع

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	A	Erreur standard	Bêta		
1 (Constante)	-,239	,108		-2,225	,112
1 التنوع	,379	,118	,880	3,205	,049

a. Variable dépendante : المعياري الانحراف

الملحق رقم (7.2): نتائج التحليل الإحصائي لمحافظة الشجاع

1. نتائج التحليل الإحصائي لمعامل بيتا

Variables introduites/supprimées^a

Modèle	Variables introduites	Variables supprimées
1	التنوع ^b	.

a. Variable dépendante : بيتا معامل

b. Toutes variables requises saisies

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,762 ^a	,581	,442	,04708

a. Valeurs prédites : (constantes), التنوع

ANOVA^a

Modèle		Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1	Régression	,009	1	,009	4,164	,134 ^b
	Résidu	,007	3	,002		
	Total	,016	4			

a. Variable dépendante : بيتا معامل

b. Valeurs prédites : (constantes), التنوع

Coefficients^a

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		A	Erreur standard	Bêta		
1	(Constante)	,350	,271		1,289	,288
	التنوع	,621	,304	,762	2,041	,134

a. Variable dépendante : بيتا معامل

2. نتائج التحليل الإحصائي للانحراف المعياري

Variables introduites/supprimées^a

Modèle	Variables introduites	Variables supprimées	Méthode
1	التنوع ^b	.	Entrée

a. Variable dépendante : المعياري الانحراف

b. Toutes variables requises saisies.

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,869 ^a	,755	,674	,01108

a. Valeurs prédites : (constantes), التنوع

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1 Régression	,001	1	,001	9,257	,056 ^b
1 Résidu	,000	3	,000		
Total	,002	4			

a. Variable dépendante : المعياري الانحراف

b. Valeurs prédites : (constantes), التنوع

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	A	Erreur standard	Bêta		
1 (Constante)	-,108	,064		-1,692	,189
1 التنوع	,218	,072	,869	3,042	,056

a. Variable dépendante : المعياري الانحراف

الملحق رقم (8.2): نتائج التحليل الإحصائي لمحفظه المتوازن

1. نتائج التحليل الإحصائي لمعامل بيتا

Variables introduites/supprimées^a

Modèle	Variables introduites	Variables supprimées	Méthode
1	التتويج ^b	.	Entrée

a. Variable dépendante : بيتا معامل

b. Toutes variables requises saisies.

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,520 ^a	,270	,027	,05386

a. Valeurs prédites : (constantes), التتويج

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1 Régression	,003	1	,003	1,110	,370 ^b
1 Résidu	,009	3	,003		
Total	,012	4			

a. Variable dépendante : بيتا معامل

b. Valeurs prédites : (constantes), التتويج

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	A	Erreur standard	Bêta		
1 (Constante)	,570	,367		1,552	,218
1 التتويج	,439	,416	,520	1,053	,370

. Variable dépendante : بيتا معامل

2. نتائج التحليل الإحصائي للانحراف المعياري

Variables introduites/supprimées^a

Modèle	Variables introduites	Variables supprimées	Méthode
1	التنوع ^b	.	Entrée

a. Variable dépendante : المعياري الانحراف

b. Toutes variables requises saisies.

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,813 ^a	,662	,549	,00884

a. Valeurs prédites : (constantes), التنوع

ANOVA^a

Modèle		Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1	Régression	,000	1	,000	5,864	,094 ^b
	Résidu	,000	3	,000		
	Total	,001	4			

a. Variable dépendante : المعياري الانحراف

b. Valeurs prédites : (constantes), التنوع

Coefficients^a

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		A	Erreur standard	Bêta		
1	(Constante)	-,083	,060		-1,377	,262
	التنوع	,165	,068	,813	2,422	,094

a. Variable dépendante : المعياري الانحراف

المحلق رقم (9.2): نتائج التحليل الإحصائي لمحفظه المتحف

1. نتائج التحليل الإحصائي لمعامل بيتا

Variables introduites/supprimées^a

Modèle	Variables introduites	Variables supprimées	Méthode
1	التنوع ^b	.	Entrée

a. Variable dépendante : بيتا معامل

b. Toutes variables requises saisies.

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,183 ^a	,034	-,289	,10261

a. Valeurs prédites : (constantes), التنوع

ANOVA^a

Modèle		Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1	Régression	,001	1	,001	,104	,768 ^b
	Résidu	,032	3	,011		
	Total	,033	4			

a. Variable dépendante : بيتا معامل

b. Valeurs prédites : (constantes), التنوع

Coefficients^a

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		A	Erreur standard	Bêta		
1	(Constante)	,819	,170		4,816	,017
	التنوع	,117	,363	,183	,323	,768

a. Variable dépendante : بيتا معامل

2. نتائج التحليل الإحصائي للانحراف المعياري

Variables introduites/supprimées^a

Modèle	Variables introduites	Variables supprimées	Méthode
1	التنوع ^b	.	Entrée

a. Variable dépendante : المعياري الانحراف

b. Toutes variables requises saisies.

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,061 ^a	,004	-,328	,00454

a. Valeurs prédites : (constantes), التنوع

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	Ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1 Régression	,000	1	,000	,011	,922 ^b
1 Résidu	,000	3	,000		
Total	,000	4			

a. Variable dépendante : المعياري الانحراف

b. Valeurs prédites : (constantes), التنوع

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	A	Erreur standard	Bêta		
1 (Constante)	,015	,008		1,942	,147
1 التنوع	-,002	,016	-,061	-,106	,922

a. Variable dépendante : المعياري الانحراف